

PREMIER TRIMESTRE 2013 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

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

LA PERFORMANCE

Au premier trimestre 2013, le rendement brut du Composé Tonus a été de **14.52%**. Durant cette période, le S&P/TSX rendement total a augmenté de **3.34%** et le S&P 500 rendement total en dollars canadiens de **12.86%**.

Au cours des 12 dernier mois, le Composé Tonus est en hausse de **26.40%** comparativement à **6.11%** et **15.84%** 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 **10.41%**. En comparaison, le rendement annualisé du S&P TSX RT est de **0.41%** et celui du S&P 500 RT \$CAD de **3.78%**.

REVUE DU PORTEFEUILLE

Les marchés boursiers de même que le Composé Tonus ont continué leur progression au premier trimestre. Le gain de 14.5% marque en effet la meilleure performance trimestrielle du Composé depuis sa création en octobre 2007. Ceci ne résulte pas de transactions à court-terme ou d'un taux de roulement élevé du portefeuille, mais plutôt de l'excellente performance des titres déjà détenus. **Jacobs Engineering Group (JEC – 56,24\$)** et **Devry Inc (DV - 31,75\$)** viennent en tête, enregistrant tous deux des gains de plus de 30% durant le trimestre. Lors de la deuxième moitié de 2012 j'ai augmenté la pondération de ces deux titres afin de les placer parmi les 5 plus importants investissements du portefeuille. Peu de transactions ont été effectuées durant les premiers trois mois de l'année; cependant, suite à des gains notables, la pondération de certaines positions a été réduite. Voici l'explication des principales transactions.

Seulement un nouveau titre, **Weight Watchers International (WTW – 42,11\$)**, a fait son entrée dans le portefeuille ce trimestre. J'analyse ce titre depuis 3 ans. Ma femme s'est jointe au programme suite à son premier accouchement et de par sa participation, j'ai pu observer les avantages compétitifs qu'offre la compagnie. Premièrement, et le plus important, le programme fonctionne vraiment. Deuxièmement, la majorité des clients participeront au programme à plus d'une reprise. Troisièmement, la compagnie bénéficie de publicité gratuite puisque les membres qui réussissent à atteindre leurs objectifs de poids deviennent les meilleurs ambassadeurs et,

encore mieux, le font gratuitement. Ma femme en est la preuve. En plus d'atteindre son objectif de poids, elle a de nouveau participé au programme suite à son deuxième accouchement et a recommandé le programme à plus d'une douzaine de personnes.

Au cours des 40 ans d'existence de Weight Watchers, le programme, en plus de s'être grandement amélioré, s'est aussi adapté aux nouvelles technologies. Historiquement, les membres devaient physiquement se rendre à leur réunion hebdomadaire. Aujourd'hui, ce modèle existe toujours mais les membres peuvent suivre leur progression sur Internet ou via une application mobile. La compagnie opère l'un des sites internet les plus profitables de la planète avec près de 2 millions de membres payant qui génère annuellement 260 millions de \$ de profits. Une occasion d'achat s'est présentée récemment alors que les dirigeants ont revu à la baisse les prévisions de recrutement pour l'année dû à 1) une difficulté à démontrer les avantages et les améliorations récemment apportés au programme et 2) une campagne publicitaire beaucoup moins percutante avec la nouvelle ambassadrice, Jessica Simpson. De plus, le rachat d'actions de 1.5 milliard de \$ effectué en début 2012 a alourdi les emprunts dans le bilan et les investisseurs ont réagi rapidement à ces récents développements en se départissant de leurs actions.

Après une chute de plus de 30% en janvier et février, j'ai acheté les actions à un multiple de 10x mes prévisions de profits pour 2013. Weight Watchers génère encore de large flux de trésorerie libre qui permettent de réduire la dette. En effet, après le rachat d'actions, plus de 100 millions de \$ de dette ont été remboursés durant le second semestre 2012. De plus, ce repli dans l'abonnement permettra aux dirigeants de restructurer les dépenses de la compagnie et de couper les coûts. Finalement, en publicité, certaines campagnes fonctionnent, d'autres moins. Je suis confiant que la prochaine campagne pourrait contribuer à faire augmenter le nombre d'abonnements, et par le fait même, les profits et la valeur du titre.

Au cours du trimestre, la conjoncture m'a permis de me procurer davantage d'actions de l'opérateur d'hélicoptères **PHI Inc. (PHIK – 34,21\$)**. Tel qu'anticipé, l'augmentation des activités de forage en eau profonde de la région du Golfe du Mexique suscite une forte demande de leurs services (pour une description complète des raisons de l'investissement, voir la lettre du [second trimestre de 2012](#)). PHI a pris possession de 4 nouveaux hélicoptères de transport lourd en 2012 et en ajoutera 6 autres à sa flotte en cours d'année. Tous ces nouveaux hélicoptères sont déjà sous contrats. Par ailleurs, la division médicale de la compagnie a signé un contrat de plusieurs années pour opérer, soutenir et maintenir un service d'ambulance aérienne en plus de la formation des équipages, en Arabie Saoudite. Ce contrat a débuté en septembre 2012 et la compagnie prévoit générer 10 millions de \$ de revenus trimestriellement de cette activité. Il est probable que la compagnie quadruple, dans un avenir rapproché, la taille de ce contrat du fait de l'augmentation du besoin d'hélicoptères médicaux au sein du Royaume. Qui plus est, le président de la firme, Al Gonsoulan, a fait l'acquisition de 500 000 actions de la compagnie en décembre au prix de \$31.78, ce qui porte son total à plus de 2 millions d'actions d'une valeur approximative de 60 millions de \$. J'ai acheté nos actions en deçà du prix payé par M. Gonsoulan, et je crois fermement que nous ferons tous un bon rendement sur cet investissement.

Un titre a été vendu pendant le trimestre : **Liberty Ventures (LVNTA - 75,58\$)**. Nous avons obtenu ces actions l'an dernier lors du truchement de Liberty Media (que nous détenons toujours). Je me suis prévalu de mon droit de souscription pour augmenter la pondération, en me procurant certains titres au prix de 35,99\$. Liberty Ventures est un véhicule financier comprenant 3 principaux actifs : 1) 23 millions d'actions de Expedia, 2) 32 millions d'actions de TripAdvisor, et 3) 2 milliards de \$ de liquidités à être investies pas l'un des meilleurs

répartiteurs de capital dans le secteur des médias, John Malone. Ceci est contré par 1 milliard de \$ de gains en capitaux futurs sur les actions publiques détenues ainsi qu'un passif de plus de 5 milliards de \$ d'impôts différés.

Malone, qui désire toujours maximiser la valeur de ses actifs, a procédé il y a quelques années à un échange ingénieux. Liberty a reçu des actions de compagnies publiques en échange de l'émission de débentures à très faible taux d'intérêt auxquels Malone a ajouté un droit d'échange de ces débentures en actions de ces mêmes compagnies publiques. Le génie de cette transaction est que Liberty peut, pour des fins fiscales, déduire une dépense reliée à ces droits d'échange tout en étant protégé contre une large perte en détenant les dites actions. Le paiement de ces impôts différés au gouvernement ne se fera seulement qu'à l'échéance des débentures, en 2030, ou plus rapidement, si les droits d'échange sont exercés (les autorités fiscales américaines ont, depuis, modifiées les lois pour ne plus permettre ce type de transaction). L'un de ces droits fut exercé au cours du premier trimestre et entraînera le premier remboursement d'impôt. J'estime à environ 500 millions de \$ la valeur présente de ce passif résiduel de plus de 5 milliards de \$. Jumelé avec l'appréciation de la valeur boursière d'Expedia et TripAdvisor, j'évalue la valeur intrinsèque de Liberty Ventures autour de 65\$. La vente des titres à une prime de 10\$ sur ce prix a rapporté un gain de plus de 70% depuis leur acquisition.

J'ai aussi réduit de moitié la pondération de deux investissements dans le portefeuille. **Primerica Inc (PRI – 32,78\$)** et **Comcast Corporation (CMCSK – 39,42\$)** offrent toujours un potentiel de gain intéressant, mais la marge de sécurité est plus mince qu'il y a un an, suite à une appréciation de plus de 25% de leur cours respectif. Cette marge de sécurité importante est primordiale pour qu'un titre ait une pondération majeure dans le portefeuille et j'ai jugé prudent de réduire ces deux positions.

COMMENTAIRE

Plusieurs investisseurs s'interrogent sur la raison pour laquelle je garde des liquidités contrairement à la majorité des autres gestionnaires de portefeuille. Ces derniers ne gardent aucune liquidité et sur-diversifient leur portefeuille dans trop de petites positions afin de réduire la volatilité de leur portefeuille comparativement à un indice de référence. Puisque leur objectif est de battre cet indice par 1% ou 2%, il est normal de vouloir réduire cet écart de suivi. L'objectif de Tonus Capital n'est pas de réduire la volatilité de la performance vis-à-vis un indice mais plutôt de générer d'excellents rendements absolus à long-terme. À cette fin, il arrivera que le portefeuille soit composé d'un certain niveau de liquidités. Le Composé Tonus a terminé le trimestre avec environ 11% des actifs en liquidités et il est possible que cette pondération augmente dans le futur. La raison est simple : lorsqu'un titre dans le portefeuille atteint sa pleine valeur, je le vends. Il est alors possible qu'aucun autre titre ne soit attrayant à ce moment. Donc, tout simplement, je patiente. Est-ce que cette stratégie fonctionne? Analysons la performance de cette stratégie.

Au cours des 3.5 dernières années, dans un marché fortement haussier, le rendement annualisé du Composé Tonus et des marchés nord-américains est respectivement de 16.1% et 9.4%. Au cours de cette période, le Composé Tonus détenait, en moyenne, 30% de liquidités. Assumant que le portefeuille ait toujours été pleinement investi (les mêmes positions avec une pondération supérieure), la performance au cours de cette période aurait surpassé les 20% puisque les investissements ont, en général, très bien performés. Nous observons donc qu'il est possible de battre un indice de référence dans des marchés en hausse en investissant dans peu de titres qui offrent un potentiel fort intéressant. Toutefois, pour obtenir un tel rendement, l'achat

des titres doit s'effectuer à des prix très opportuns. Lorsque ces occasions se présentent, le gestionnaire doit détenir des liquidités, ce qu'il ne fera que s'il en a la flexibilité. La dernière période durant laquelle l'incertitude économique et boursière a créé de telles occasions d'achat était à l'été 2011 alors que la crise souveraine en Europe battait son plein. Les marchés nord-américains ont alors chuté de plus de 12% culminant avec une perte de 5% durant le mois de septembre. Durant ce mois difficile, le Composé Tonus affichait un léger gain. Pourquoi? Car plusieurs investisseurs ont paniqué et vendu à rabais leurs titres, créant de belles occasions au cours de cette période. Entre le 5 août et le 11 août, 23% de la valeur du portefeuille, qui était alors placée dans des acceptations bancaires, a été investi dans 10 titres. Certes, certains de ces titres ont continué à chuter après leur achat, car obtenir le prix plancher est impossible. Toutefois, depuis cette période faste, 9 des 10 titres sont en hausse de plus de 50% (comparativement à 18% pour les marchés) ce qui a mené à la surperformance du portefeuille.

J'espère que ces explications clarifient les raisons pour lesquelles le portefeuille contient parfois des liquidités. Soyez certains que je suis toujours à la recherche des prochains titres qui pourront générer ces rendements de plus de 50%. Mais je demeurerai patient pour en faire l'acquisition que lorsque le prix est optimal.

Cordialement,



Philippe Hynes, CFA
11 avril 2013

Performance du Composé Tonus Au 31 mars 2013

Date	Composé Tonus Rendements Bruts	S&P/TSX Rendement Total	S&P 500 Rendement Total (\$CAD)
3 mois	14.52%	3.34%	12.86%
6 mois	19.79%	5.11%	13.77%
Année à ce jour	14.52%	3.34%	12.86%
1 an	26.40%	6.11%	15.84%
2 ans	20.19%	-2.15%	13.79%
3 ans	16.07%	4.87%	12.72%
5 ans	11.43%	2.07%	5.58%
Depuis la création (31 oct. '07)	10.41%	0.41%	3.78%

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, défini comme un ajout ou un retrait de plus de 25% de l'actif, soient exclu du Composé pour ce mois.