

QUATRIÈME TRIMESTRE 2014 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

Nous sommes heureux de vous faire parvenir cette revue du portefeuille pour le quatrième trimestre 2014.

LA PERFORMANCE

Au quatrième trimestre 2014, le Composé Tonus a obtenu un rendement de **-3,51%**. Durant cette période, le S&P/TSX rendement total a diminué de **-1,47%** et le S&P 500 rendement total en dollars canadiens de **8,75%**.

Au cours des 12 dernier mois, le Composé Tonus est en hausse de **4,54%** comparativement à **10,55%** et **23,93%** 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 **11,51%**. En comparaison, le rendement annualisé du S&P TSX RT est de **3,00%** et celui du S&P 500 RT \$CAD de **9,33%**.

REVUE DU PORTEFEUILLE & COMMENTAIRES

Le Composé Tonus termine 2014 avec un rendement de 5%; une performance en deçà de nos attentes. Nous ne sommes pas satisfaits de ce rendement, particulièrement lors du quatrième trimestre alors que la performance a été durement touchée par nos investissements dans le secteur pétrolier. Notre stratégie repose essentiellement sur une gestion active et un portefeuille concentré dans peu de titres, ce dernier verra sa composition et sa représentation sectorielle diverger largement de celle d'un indice de référence. De plus, puisque nous privilégions une approche long-terme à nos investissements, il est inévitable que certaines de nos positions n'aient pas la cote durant certaines périodes. À plus long terme, nos résultats démontrent l'efficacité de ce style de gestion afin d'obtenir des rendements supérieurs, toutefois il se peut que cette stratégie joue contre nous à certains moments, comme ce fut le cas lors du dernier trimestre. De façon générale, notre sous-performance n'est pas le résultat d'un mauvais choix de titres, mais plutôt de notre pondération dans certains secteurs et certaines classes d'actifs. Le tableau ci-dessous montre le rendement des principaux indices nord-américains pour l'année ainsi que la performance de notre portefeuille et les facteurs ayant influencé négativement notre performance :

Principaux Indices Amérique du Nord	Rendement 2014		Rendement 2014
S&P/TSX (Canada grande capitalisation)	10.55%	Composé Tonus	4.54%
TSX SC (Canada petite capitalisation)	-2.34%		
S&P 500 en CAD \$ (E-U grande capita.)	23.93%	Facteurs d'influence:	
Russell 2000 en US \$ (E-U petite capita.)	4.89%	Niveau des liquidités	-3.90%
Marché Monétaire	1.10%	Investissements dans le secteur de l'énergie	-4.86%

En 2014, nous vous avons partagé à maintes reprises notre opinion concernant le niveau élevé des évaluations. Conséquemment, en raison de notre discipline de vente et d'achat, ces conditions nous ont menés à garder d'importants soldes de trésorerie au cours de l'année, soit en moyenne 26% de l'actif sous gestion. Cet argent, placé dans des acceptations bancaires à faible risque, ont offert de très faibles rendements. Si ces sommes avaient plutôt été investies dans les marchés, notre rendement annuel aurait été bonifié de 3,9%. Attendre la bonne occasion n'est pas sans risque, notre performance relative peut diminuer durant certaines périodes, mais prévient que nous suivions les tendances populaires par simple souci de ne pas dévier des pondérations d'un certain indice de référence. Lors de la baisse des marchés en octobre, notre portefeuille performait bien, et certains titres de notre *liste de souhait* se rapprochaient de notre prix d'achat désiré. Le marché ayant rebondi très rapidement, nous n'avons malheureusement pu investir qu'une légère portion de nos encaisses. Nous obtiendrons certainement d'autres occasions de déployer ces liquidités dans le futur.

L'autre élément ayant affecté notre performance est nos investissements dans le secteur pétro-gazier qui ont influencé à la baisse la performance totale de notre portefeuille de 4,9% au cours de l'année. Notre recherche de valeur nous a menés vers ce secteur puisque les évaluations y étaient attrayantes. Nos achats au cours de l'été, tout juste avant la déconfiture du prix de l'or noir, non pas donné les résultats escomptés. Ceci étant dit, nous croyons toujours en nos investissements dans le secteur et nous sommes persuadés de leur potentiel de rendement. Avant de poursuivre avec notre vision de l'industrie, nous jugeons important de mettre en perspective les pertes récentes avec les gains enregistrés précédemment :

Titres	Rendement			
	4T14	2014	2013	Depuis l'achat
Shawcor	-25%	0%	9%	17%
Total Energy Services	-38%	-37%	38%	-9%
BlackPearl	-45%	-49%	34%	-31%
Hornbeck Offshore	-21%	N/A	N/A	-32%
PHI Inc	-6%	-6%	38%	63%
Indice S&P/TSX energie	-30%	-25%	10%	
Indice PHLX services energie	-21%	-25%	27%	
Rendement combiné sur le portefeuille	-6.5%	-4.9%	7.5%	

Comme le démontre le tableau, la performance négative enregistrée lors du quatrième trimestre efface une partie des gains que nous avons réalisés. Combinés, nos investissements demeurent rentables et ce, avant de prendre en compte les dividendes reçues et les profits réalisés sur certaines ventes antérieures. Nos deux principaux investissements, **Shawcor Ltd (SCL - \$42.40)** et **PHI Inc (PHI - \$37.40)**, performent relativement bien comparativement au secteur. En effet, l'indice canadien pétro-gazier est en baisse de 40% au cours de la deuxième moitié de 2014 et de 25% pour l'année alors que l'indice américain des entreprises de services énergétiques, pour les mêmes périodes, est en baisse respectivement de 32% et 25%. L'une des raisons de leur surperformance réside dans le fait que la majorité de leurs revenus provient d'activités reliées à la production plutôt qu'au forage et à l'exploration. Qui plus est, pour Shawcor, la majeure partie de leurs projets sont liés au gaz naturel et non au pétrole. De plus, seulement 30% de leur chiffre d'affaires provient du forage, le ralentissement nord-américain leur permettra finalement de satisfaire la demande internationale qu'ils ne pouvaient combler. En ce qui concerne PHI, le tiers de leurs profits provient de leur division de services médicaux aéroportés nullement affectée par la baisse de prix du pétrole et, la majorité de leurs opérations

de transports dans le Golfe du Mexique s'effectuent vers les plateformes de production et non de forage. Ceci étant dit, nous sommes conscients que les grandes sociétés pétrolières mondiales sont leurs principaux clients et, dans l'environnement actuel, ils essayeront d'obtenir des concessions de tous leurs fournisseurs. Il est de notre avis que le cours actuel des titres reflète déjà ces pressions futures.

Pourquoi devons-nous conserver nos investissements dans le secteur ? Regardons la situation actuelle de l'offre et la demande. Cette dernière a connu une croissance annuelle lente mais régulière d'environ un million de barils par jour depuis 2007, portant la demande mondiale actuelle à 92,5 millions de barils par jour. Du côté de l'offre toutefois, la production provenant des pays hors de l'OPEP a augmentée à un rythme annuel de deux millions de barils par jour, d'où le déséquilibre et l'augmentation des inventaires mondiaux. De ces deux millions de barils, 1,8 million proviennent de l'Amérique du Nord. Comme aucun ralentissement du nombre de forages n'était prévu, il était évident que la production allait augmenter. Un accès facile et peu coûteux au financement via de nombreuses émissions d'actions et d'obligations à haut rendement alimentait ces larges investissements en capitaux. En outre, le secteur énergétique représente maintenant 20% du marché des obligations spéculatives. Ne voyant pas de fin à la croissance de la production américaine, l'OPEP a décidé de jouer dur et ainsi forcer les producteurs marginaux à réduire leurs activités. Suite à la chute spectaculaire du pétrole, les sources de financement abordables ont disparues. De plus, les flux de trésoreries de ces compagnies seront fortement réduits. Conséquemment, les dépenses en capitaux diminueront de l'ordre de 20% à 50% en 2015 et, éventuellement, la production diminuera. À court terme, l'incertitude dans le marché boursier provient du fait que la production ne se stabilisera pas immédiatement puisque les puits forés dernièrement entrent actuellement en production. Historiquement, il faut huit mois pour observer cette baisse de production ; donc possiblement vers le milieu 2015.

Ainsi, la volatilité sera élevée au cours des six premiers mois de l'année, le prix du baril devrait par la suite se stabiliser à un niveau auquel le forage redeviendra économique. L'objectif de l'OPEP n'est pas d'éliminer la production américaine, mais plutôt de la ralentir et la maintenir à sa production actuelle de 9 millions de barils par jours. Un arrêt complet du forage aux États-Unis ferait diminuer la production annuelle de 2,5 millions de barils par jour (-28%). Le forage ne disparaîtra donc pas complètement. De toute évidence, à \$50 le baril, la majorité des projets ne sont pas rentables; les entreprises requièrent un prix autour de \$70 le baril pour obtenir un rendement sur leur investissement. Finalement, la production excédentaire étant infime (un million de barils pour une production mondiale de 92,5 millions) une légère correction seulement sera nécessaire afin d'équilibrer le marché. Nous sommes donc convaincus que le niveau actuel des titres offre d'excellentes occasions de gains.

Les titres que nous détenons profiteront grandement de cette reprise. La majorité d'entre eux œuvrent dans le secteur des services et ont une position compétitive dominante, de bons bilans, et génèrent des flux de trésoreries élevés. À court terme, le niveau d'activité diminuera, et les marges de profitabilité seront sous pression. Toutefois, nos investissements peuvent faire face à ce ralentissement, gagner des parts de marchés, et générer de forts rendements dans le futur. Nous ne sommes pas seuls à trouver les cours attrayants. En effet, les PDG de Shawcor, de **Total Energy Services (TOT - \$12.98)** et de **BlackPearl (PXX - \$1.16)** ont tous personnellement acheté dernièrement des actions au marché.

En conclusion, nous sommes toujours activement à la recherche de nouveaux investissements pour déployer nos liquidités. Nous avons réajusté quelque peu notre focus dernièrement en

nous concentrant sur les entreprises canadiennes qui bénéficieront des prix inférieurs du pétrole et de la baisse de valeur du huard.

Cordialement,



Philippe Hynes, CFA

19 janvier 2015

Performance du Composé Tonus Au 31 décembre 2014

Date	Composé Tonus Rendements Bruts	S&P/TSX Rendement Total	S&P 500 Rendement Total (\$CAD)
3 mois	-3,51%	-1,47%	8,75%
6 mois	-4,09%	-2,05%	15,39%
Année à ce jour	4,54%	10,55%	23,93%
1 an	4,54%	10,55%	23,93%
2 ans	20,93%	11,77%	32,32%
3 ans	21,09%	10,20%	25,67%
5 ans	16,04%	7,52%	17,79%
Depuis la création (31 oct. '07)	11,51%	3,00%	9,33%

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