

DEUXIÈME TRIMESTRE 2013 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

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

LA PERFORMANCE

Au deuxième trimestre 2013, le rendement brut du Composé Tonus a été de **4,30%**. Durant cette période, la performance du S&P/TSX rendement total a été de **-4,08%** et celle du S&P 500 rendement total en dollars canadiens de **6,86%**.

Au cours des 12 dernier mois, le Composé Tonus est en hausse de **30,74%** comparativement à **7,90%** et **24,79%** 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 **10,75%**. En comparaison, le rendement annualisé du S&P/TSX RT est de **-0,34%** et celui du S&P 500 RT \$CAD de **4,83%**.

REVUE DU PORTEFEUILLE

Le Composé Tonus a affiché un bon rendement au cours du premier semestre de l'année avec une hausse de près de 20 %. À l'instar de l'an dernier, les marchés ont pris une pause lors du deuxième trimestre et ont (finalement) connu une augmentation de la volatilité en juin. Parmi les quatre titres ayant enregistré la meilleure performance durant le trimestre, **Primerica (PRI - \$37.44)**, une position à long terme du portefeuille, vient en tête de liste. Elle est suivie de près par les trois nouveaux titres acquis en 2013; tous en hausse de plus de 10 % depuis leur achat respectif. Comme expliqué dans la [lettre du premier trimestre](#), l'environnement actuel des marchés est plus propice aux ventes qu'aux achats. Par conséquent, près du quart (25 %) du portefeuille se retrouve en liquidité à la fin du trimestre. À mon avis, l'augmentation de la volatilité en juin constitue un élément positif puisque ceci pourrait créer des opportunités de transactions alors que certains investisseurs réagissent de manière excessive aux données économiques. Deux nouveaux titres ont été achetés au cours du trimestre.

Le premier, **CST Brands (CST - \$30.81)**, a fait son entrée sur les marchés lorsque le raffineur Valero en est venu à la conclusion que le truchement de sa chaîne de magasins d'accommodations (stations-service) maximiserait la valeur après impôt de ses actifs. Puisque le ratio d'échange s'établissait à 1 pour 9, les actionnaires de Valero se retrouvaient à détenir une très petite position et plusieurs ont décidé de se départir rapidement de leurs actions avant l'entrée officielle de CST au NYSE le 2 mai. J'ai acheté nos actions sur une base lorsque-émises (when-issued) en avril, le titre se transigeait alors à escompte sur le prix de \$31 auquel les transactions régulières ont débutées. Trois raisons font que j'affectionne CST.

Premièrement, leur chaîne de magasins est concentrée au sein de deux territoires qui présentent certains avantages : le Texas et le Québec (sous la bannière Ultramar). Le Texas représente un bon marché puisqu'il est l'un des états américains affichant le plus bas taux de chômage ainsi qu'une croissance économique vigoureuse. Le Québec, quant à lui, est particulièrement attrayant puisque certaines lois provinciales interdisent la vente de carburant sous le coût d'acquisition et, par conséquent, les détaillants y ont généralement des marges de profit plus élevées (en moyenne 0.5¢ par litre). Deuxièmement, CST a comme objectif d'augmenter ses marges brutes sur les marchandises en magasin qui sont actuellement inférieures de 3.5% à celles du leader Couche-Tard. Cet objectif sera en partie atteint grâce à l'ouverture de nouveaux magasins ayant une plus grande superficie et qui génèrent de meilleurs rendements; un simple coup d'œil lors de ma visite de certains d'entre eux a confirmé mon impression. Malgré que l'ouverture de seulement 25 nouveaux sites soit prévue cette année, l'impact sur les marges est notable. Supposant une performance stable des autres magasins, les nouveaux établissements pourraient augmenter la marge brute de plus de 0.3%. Finalement, CST, comparativement à ses concurrents, détient un pourcentage plus élevé de son parc immobilier, représentant ainsi un actif intéressant qui pourrait être monétisé. CST opère dans une industrie stable dans laquelle il est possible de générer d'excellents rendements sur les capitaux investis. Puisque le titre se transigeait à une évaluation inférieure à celle de ses compétiteurs, j'en ai fait l'achat.

Le deuxième titre acheté est **BlackPearl Resources (PXX - \$1.59)**, un producteur de pétrole lourd de l'Ouest canadien. J'évalue la compagnie selon deux angles. D'une part, les opérations en cours produisent près de 10,000 barils de pétrole par jour et génèrent des flux de trésorerie annuels de 75 millions \$. Depuis l'arrivée en poste de l'équipe de gestion actuelle en 2009, la production journalière a plus que doublée. La valeur de ces actifs, au multiple moyen de l'industrie de 5.5x, se situe à 425 millions \$. Lors de l'achat du titre, le marché évaluait la compagnie à 430 millions \$. D'autre part, BlackPearl pourrait quadrupler sa production actuelle puisqu'elle détient les droits dans 2 projets à long terme de SAGD (drainage par gravité au moyen de vapeur). Ces projets sont majeurs, ils pourraient produire des quantités importantes de pétrole pour les 20 prochaines années, mais requièrent d'importants investissements pour leur développement.

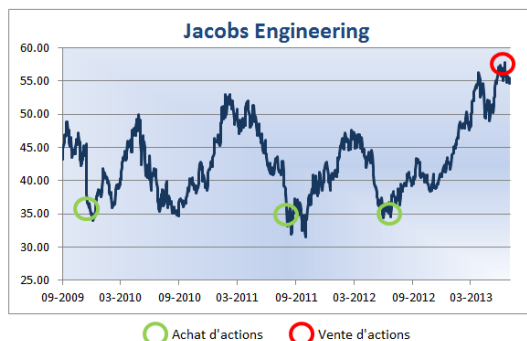
Le titre a plongé lorsque la direction a publié un communiqué annonçant le report du financement requis pour le projet d'Onion Lake. Le plan initial était d'émettre 350 millions \$ de dette à un taux d'environ 8%. Lors du resserrement du marché obligataire en juin, le taux offert dépassait les 11% et la direction a sagement décidé de remettre à plus tard le début du projet occasionnant donc un délai et non pas une annulation du projet. Je crois que ces actifs ont toujours une valeur et, au prix d'achat du titre, nous en obtenons «gratuitement» une participation. Puisque BlackPearl détient 100% de ces projets et que son bilan est sans dette, la compagnie peut se permettre d'attendre le moment opportun pour aller de l'avant. Qui plus est, les 4 principaux dirigeants de la compagnie détiennent 28 millions d'actions, ce qui fait correspondre leurs intérêts avec ceux des investisseurs; caractéristique plutôt rare dans l'industrie pétrolière. Des 40 titres du secteur de l'énergie se transigeant sur le TSX, BlackPearl se situe au 4e rang en ce qui concerne le pourcentage d'actionnariat détenu par ses dirigeants.

Vu l'augmentation du niveau des liquidités, laissez-moi vous expliquer les raisons sous-jacentes à la vente de deux positions importantes du portefeuille. Depuis plus de trois ans, **Chubb Corporation (CB - \$84.65)** et **Jacobs Engineering Group (JEC - \$55.13)** faisaient partie du portefeuille et ont généré des rendements de plus de 60% sur leur prix d'achat. Ce sont de bonnes compagnies, très bien gérées, mais elles avaient atteint leur valeur maximale

au moment de la vente. En effet, dans les deux cas, la majorité du gain enregistré sur le titre provient de l'augmentation de l'évaluation plutôt que d'un changement majeur au niveau de la rentabilité.

Le prix d'achat du titre de Chubb se situait à 51 \$, soit 1.1x la valeur comptable par action de 45\$. Durant les 3 ans au sein du portefeuille, les dirigeants de la compagnie ont continué leur sage allocation du capital et ont utilisé les flux de trésorerie libre pour le paiement de 1.5 milliard \$ en dividendes et 4.7 milliards \$ en rachat d'actions (au dessus de la valeur comptable). L'impact de ces opérations sur la valeur comptable par action est d'environ 7\$. Donc, à la fin du premier trimestre de 2013, cette dernière avait augmenté de 44\$ à 56\$. J'ai vendu malgré tout nos actions avec un gain de plus de 80% sur le prix d'achat. Pourquoi? Au prix de vente de 88\$, le multiple sur la valeur comptable avait atteint 1.6x, un sommet historique pour Chubb.

Dans le cas de Jacobs, au prix d'achat de 37\$, le titre se négociait à 11x les flux de trésorerie libre (moins les liquidités). En 2010, les analystes de sociétés de courtage de Wall Street attribuaient un faible ratio à Jacobs pour son léger taux de croissance organique et pour une baisse anticipée dans le secteur pétrochimique, un secteur contribuant à la moitié de ses revenus. Dans notre [lettre du quatrième trimestre de 2009](#), nous mentionnions que le modèle d'affaire de Jacobs lui permettait de stabiliser ses activités dans cette division, ce que le marché n'appréciait pas. Le titre est revenu à trois reprises à ce multiple et, à chaque occasion, j'en ai profité pour augmenter la position. En 2013, le titre est en hausse de plus de 60% depuis l'achat initial. Les flux de trésorerie libre par actions ont augmentés de 28% à 3.50\$ et le multiple assigné par le marché a grimpé de 30% à 15x. Les investisseurs accordent maintenant une valeur plus élevée à Jacob en raison de l'importance de ses activités reliées au secteur pétrochimique.



Ces deux exemples illustrent l'approche que je préconise de cibler de bonnes entreprises qui se transigent à escompte sur leur valeur intrinsèque. Ce sont deux excellentes compagnies, très bien gérées, mais dont la marge de sécurité a disparue lorsque l'évaluation du titre a atteint des sommets historiques. Je n'exclus pas de racheter ces titres advenant que le plan d'affaires à long terme demeure inchangé et que l'évaluation redevienne attrayante.

COMMENTAIRE

Il sera fort intéressant d'observer l'effet sur les marchés de la fin graduelle de la conjoncture du crédit extrêmement favorable. Nous l'avons observé en juin, la nervosité est palpable sur les marchés. Ces politiques fiscales profitent à deux types d'investissements : les compagnies ayant un haut niveau d'emprunts et les actifs à haut rendement (high yield). Les compagnies observeront bientôt une augmentation de leur dépense d'intérêt et le marché pourrait rapidement les pénaliser afin de refléter le risque de refinancement inhérent à leur structure financière. Le portefeuille de Tonus ne contient que très peu de ces compagnies à haut niveau d'emprunts, nous serons donc peu impactés.

En ce qui concerne les actifs à haut rendement, c'est-à-dire les obligations spéculatives, les fonds d'investissement immobiliers, les titres payant de hauts dividendes et même les obligations corporatives de qualité, nous observons actuellement une surévaluation.

L'investisseur qui a prêté à Apple en mai réalise maintenant que, en effet, les titres à revenu fixe peuvent perdre de leur valeur! Des 17 milliards \$ émis, 5.5 milliards \$ sont prêtés à Apple pour 10 ans au taux fixe de 2.4% (au moment d'écrire ces lignes, les bons du trésor américain 10 ans offrent un rendement de 2.5%). L'obligation se négocie maintenant à 92.89 sous par dollar. Avec son coupon de 2.4%, l'investisseur devra attendre plus de 3 ans pour récupérer son investissement initial, en assumant aucune augmentation supplémentaire sur le rendement à maturité. Les fonds d'investissement immobiliers, fort populaire dans les dernières années, subissent le même sort. Offrant historiquement un rendement d'environ 8%, ils fluctuaient autour de 4% en juin, avant que leur valeur ne dégringole.

Mes décisions d'achat n'ont jamais été motivées par le rendement du dividende d'un titre (le rendement sur le portefeuille se situe actuellement à un faible taux de 0.92%). Ce qui m'importe beaucoup plus est le rendement sur les flux de trésorerie libre, c'est-à-dire combien je paie pour chaque dollar généré par l'entreprise. À cet égard, le rendement actuel du portefeuille sur les flux de trésorerie libre est de 6.5%. Je qualifierais la majorité des titres dans le portefeuille comme étant des compagnies de grandes qualités dû au fait qu'elles génèrent de hauts rendements sur le capital investi (le rendement sur les fonds propres moyens du portefeuille est de 16%). Avec de telles compagnies, notre rendement composé sera plus élevé si ces flux de trésorerie libres sont réinvestis dans des projets à fort potentiel. Qui plus est, ceci est fiscalement avantageux puisque les dividendes sont imposables immédiatement alors que les gains en capitaux ne sont imposables qu'une fois le titre vendu. Le déclin probable des actifs à haut rendement ne devrait donc pas avoir un impact significatif sur notre portefeuille puisque le rendement sur dividende ne motive aucunement mes décisions d'achat.

Cordialement,



Philippe Hynes, CFA
8 juillet 2013

Performance du Composé Tonus Au 30 juin 2013

Date	Composé Tonus Rendements Bruts	S&P/TSX Rendement Total	S&P 500 Rendement Total (\$CAD)
3 mois	4.30%	-4.08%	6.86%
6 mois	19.44%	-0.88%	20.60%
Année à ce jour	19.44%	-0.88%	20.60%
1 an	30.74%	7.90%	24.79%
2 ans	24.57%	-1.60%	17.96%
3 ans	18.55%	5.39%	18.26%
5 ans	12.59%	-0.53%	7.77%
Depuis la création (31 oct. '07)	10.75%	-0.34%	4.83%

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.