

## TROISIÈME TRIMESTRE 2014 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

Il me fait plaisir de vous faire parvenir cette revue du portefeuille pour le troisième trimestre 2014.

### LA PERFORMANCE

Au troisième trimestre 2014, le Composé Tonus a généré un rendement négatif de **0,58%**. Durant cette période, le rendement du S&P/TSX rendement total a été de **-0,59%** et celui du S&P 500 rendement total en dollars canadiens a été de **6,10%**.

Cette année à ce jour, le Composé Tonus est en hausse de **8,34%** comparativement à **12,20%** et **13,96%** 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 **12,53%**. En comparaison, le rendement annualisé du S&P TSX RT est de **3,33%** et celui du S&P 500 RT \$CAD de **8,37%**.

### REVUE DU PORTEFEUILLE

Le rendement du portefeuille a été stable au cours du troisième trimestre nous permettant ainsi de conserver notre gain brut de 8,34 % cette année et de 20,88 % au cours des douze derniers mois. Les profits enregistrés en début de trimestre ont été effacés en septembre lorsque les marchés boursiers ont chuté par rapport à leur sommet historique. Tel qu'expliqué dans nos récentes lettres trimestrielles, nous observons un décalage entre l'évaluation des titres et la croissance de leurs bénéficiaires, particulièrement dans les petites capitalisations.

Sans surprise pour nous, cette première vague de déclin des marchés a frappé presque tous les titres, qu'ils soient de type valeur, croissance ou spéculatif. L'indice canadien et américain des petites capitalisations a particulièrement souffert enregistrant, au cours du mois de septembre uniquement, des pertes respectives de -9 % et -6 %. Cette classe d'actif représentait la moitié de nos investissements en début d'année avant que trois d'entre eux soient vendus ou réduits de manière significative au cours du trimestre. Inutile de dire que le prix de certains titres encore détenus dans le portefeuille a diminué et nous avons profité de cette baisse pour augmenter notre position dans certains. Au moment de l'écriture de ces lignes, début octobre, les marchés sont en forte baisse et notre portefeuille surperforme. Notre discipline d'achat nous a tenus à l'écart durant la majorité de l'année. Ainsi, la position de trésorerie a augmenté et termine le trimestre à 27 % de l'actif, une position enviable alors que les occasions émergent.

Passons en revue les principales transactions du trimestre, à commencer par les ventes. Tout d'abord, nous avons liquidé nos actions de **CST Brands (CST – 35,95 \$)** que nous avons acquises lors de sa séparation du raffineur Valero en avril 2013. Comme expliqué dans notre [lettre 2013T2](#), trois raisons avaient motivé notre achat : une situation géographique avantageuse des magasins, une amélioration des marges de marchandisages en magasin, et un vaste portefeuille immobilier. C'est cette troisième raison qui justifie la forte hausse du titre. En effet, au mois d'août, CST a annoncé l'acquisition d'une société en commandite à laquelle elle vendra ses propriétés immobilières. La création de valeur fut rapidement réalisée au moment de l'annonce alors que le titre a grimpé de 3 \$. Puisque les gains subséquents proviendront d'améliorations opérationnelles, lesquelles ne surpassent pas à nos attentes jusqu'à présent, nous avons vendu nos actions.

De même, notre investissement dans le manufacturier de produits chimiques **Tronox Limited (TROX – 26,05 \$)** a bénéficié de l'anticipation d'une transaction ultérieure. Tel que découvert en 2012 lors de nos recherches précédant l'achat du titre, en raison d'une réorganisation au début de la décennie, Tronox détient au bilan des pertes opérationnelles antérieures pouvant réduire les impôts payables futurs. Toutefois, ces pertes ne s'appliquent que sur les profits générés aux États-Unis. De plus, la taille de cet actif a significativement augmenté lors d'un récent verdict contre l'ancien propriétaire de Tronox, la compagnie Kerr-McGee/Anadarko. En effet, Tronox recevra des milliards de dollars supplémentaires en déductions fiscales sur les profits fédéraux américains. Afin d'augmenter ces derniers, une fusion ou une acquisition semble logique et, puisque leur concurrent Dupont se départira prochainement de leur division de produits chimiques de performance, les investisseurs anticipent avec enthousiasme une fusion. Le titre de Tronox a augmenté de plus de 20 % et nous avons profité de ce prix supérieur à 30 \$ pour diminuer significativement notre pondération préférant ne pas spéculer sur la probabilité d'une possible transaction.

Enfin, **Weight Watchers International (WTW – 27,44 \$)** est le troisième titre vendu. À la suite d'une rencontre avec la haute direction au siège social en septembre, nous avons conclu que la thèse d'investissement initiale ne tenait plus. Sur le plan commercial, après quelques années décevantes, les résultats 2014 n'ont été guère mieux. En ce qui a trait aux coûts, nous anticipions que la direction pourrait surpasser la prévision initiale de réduction des dépenses de l'ordre de 60 millions de dollars. Cette cible à par la suite été élevée à 150 millions de dollars. Toutefois, à ce stade, et confirmé lors de notre réunion par le chef de la direction financière, les nouvelles réductions seront réinvesties dans l'entreprise. Enfin, nous croyions que Weight Watchers pourrait stabiliser la chute du niveau d'abonnés en ligne suite à une concurrence accrue provenant d'applications gratuites. Actuellement, nous n'avons pas la conviction que l'amélioration du produit sera suffisante pour écarter la concurrence. Ayant des doutes sur le principal moteur de croissance de notre thèse originale (croissance des abonnements en ligne), nous avons donc décidé de vendre notre position, absorber notre perte, et trouver des occasions d'investissement offrant un meilleur rapport risque/rendement.

En ce qui concerne les achats, bien que les marchés ont continué d'osciller autour de leur sommet historique, nous sommes demeurés patients et, vers la fin du trimestre, nous avons pu augmenter la pondération de certains titres détenus dont : **Leucadia National Corporation (LUK – 23,84 \$)** et **Hornbeck Offshore (32,73 \$)**. Puisque l'incertitude crée des opportunités pour ceux qui sont bien préparés, dans un environnement où certains secteurs ont fortement baissé, nous avons augmenté notre position dans les entreprises que nous connaissons bien, et ce, à des prix très attrayants.

Nous avons notamment racheté des actions de **Jacobs Engineering Group (JEC – 48,82 \$)**. Nous avons vendu le titre en T2 2013 pour des raisons d'évaluation. Aujourd'hui, Jacobs a perdu plus de 20 % de sa valeur alors que les flux de trésorerie disponibles par action ont augmenté de 3,50 \$ à notre projection de 4,20 \$ cette année. La baisse du multiple résulte de deux raisons non récurrentes : a) des projets rencontrant certains problèmes et b) une accélération de la restructuration. En effet, Jacobs accepte rarement des risques de projet, car la majorité de ses contrats ont une structure de frais remboursable (*cost-plus*). Toutefois, cette année, deux projets européens causent des pertes et les tribunaux décideront ultimement du responsable. Les dispositions comptables prises par Jacobs devraient être suffisantes, et en aucun cas, le bilan devrait-il être à risque. Du côté de la restructuration, profitant de la faiblesse du secteur minier au cours des dernières années, l'équipe de direction de Jacobs a procédé à deux acquisitions afin d'augmenter de façon significative leur présence dans ce secteur. Alors que la reprise se fait toujours attendre dans cette industrie, Jacobs a décidé d'accélérer l'intégration des entreprises en prenant des provisions de restructuration importantes; ce qui devrait grandement améliorer la rentabilité l'an prochain. Le multiple cours/flux de trésorerie libre (*price to free cash flow*) se retrouve à son plancher historique de 11x, le même multiple que nous avons payé lors de l'acquisition des actions en 2009 et 2011. Nous croyons que les enjeux qui ont un impact sur le titre sont temporaires et que la croissance des revenus et des marges dans le futur nous permettra d'enregistrer des gains.

## COMMENTAIRES

Le *Wall Street Journal* a publié un article le 15 septembre intitulé : « Stock-Market Bears Turn Docile, Predict S&P 500 Gains » (les prévisionnistes négatifs entrevoient maintenant des gains pour le S&P 500). Les derniers stratèges pessimistes abandonnaient au même moment où les marchés atteignaient leur sommet historique (présentement atteint le 18 septembre). Leurs perspectives plus favorables concordaient bien avec la frénésie d'achats des investisseurs. Faisant fi de l'incertitude future, les marchés n'ont enregistrés qu'une très faible volatilité cette année. De plus, en réponse à la hausse de prix de leur titre et afin de satisfaire la demande grandissante des investisseurs pour des actifs risqués, les compagnies ont vendu un montant record d'actions depuis le début de l'année. Selon le fournisseur de données Dealogic, les émissions d'actions dans la première moitié de l'année 2014 ont battu le précédent record atteint en 2007, juste avant l'effondrement du marché. À noter également, la majorité de ces émissions provenaient de fonds d'investissement privé (*private equity*) désirant cristalliser leurs profits. L'émission record de 25 milliards de dollars d'Alibaba en septembre pourrait bien marquer l'aboutissement de cette période.

Afin d'alimenter cette frénésie d'investissement, les analystes financiers ont dû faire preuve de créativité pour justifier leur prix cible constamment en hausse. À titre d'exemple, un analyste a publié le rapport suivant : « Évaluation :  $Y + G$  est le nouveau P/E ». Devant l'incapacité de justifier un prix cible utilisant le ratio cours/bénéfices habituellement utilisé, l'analyste se justifie en utilisant le rendement du flux de trésorerie libre (Y) plus la croissance prévue (G). Une formule qui, en quelque sorte, permet de justifier une augmentation supplémentaire de la cible de prix. Un autre analyste a dû altérer le ratio utilisé afin de changer sa recommandation à un achat après que le titre ait triplé alors que sa recommandation était de ne pas acheter le titre :

Date	Prix du titre	Prix cible	Recommandation	Mesure d'évaluation
Septembre 2012	\$ 3.47	\$ 4.17	NEUTRE	7.2x EV/EBITDA futur
Septembre 2013	\$ 6.05	\$ 7.33	NEUTRE	7.5% rend. flux trésorerie libre --> 9.7x EV/EBITDA
Septembre 2014	\$ 10.82	\$ 14.00	ACHAT	4.9% rend. flux trésorerie libre --> 12.8x EV/EBITDA

Bien que les entreprises puissent créer de la valeur au fil du temps et ainsi bénéficier d'une augmentation de leur multiple, nous avons du mal à justifier que le multiple utilisé ait presque doublé (de 7.2x à 12.8x) sur une période de 24 mois. Nous avons observé le même phénomène avec plusieurs titres analysés et, maintenant notre discipline, avons décidé qu'ils étaient tout simplement trop cher. Charlie Munger, vice-président du conseil de Berkshire Hathaway, a déclaré en septembre qu'il n'avait procédé à aucun achat dans les deux dernières années dans son portefeuille personnel. Bien que ce soit un cas extrême, la hausse de la pondération de nos encaisses à 27 %, le niveau le plus élevé des trois dernières années, reflète une conclusion similaire. L'évaluation des titres revient maintenant à des niveaux plus attrayants et nous déployons prudemment ces liquidités en portefeuille.

Cordialement,



Philippe Hynes, CFA  
14 octobre 2014

### Performance du Composé Tonus Au 30 septembre 2014

Date	Composé Tonus Rendements Bruts	S&P/TSX Rendement Total	S&P 500 Total Rendement Total (\$CAD)
3 mois	-0.59%	-0.59%	6.10%
6 mois	2.09%	5.79%	7.75%
Année à ce jour	8.34%	12.20%	13.96%
1 an	20.88%	20.38%	30.18%
2 ans	25.91%	13.52%	27.31%
3 ans	26.96%	12.06%	25.99%
5 ans	17.37%	8.66%	16.62%
Depuis la création (31 oct. '07)	12.53%	3.33%	8.37%

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.*