

TROISIÈME TRIMESTRE 2022 – Revue du portefeuille

Cher-ère partenaire,

Voici la revue du portefeuille pour le troisième trimestre 2022.

LA PERFORMANCE

Au cours du troisième trimestre 2022, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **7,6 %**. Cette année à ce jour, le Fonds a dégagé un rendement de **- 6,9 %**.

Depuis la création du Composé¹ Nord-Américain Tonus en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **8,8 %** comparativement à **6,7 %** pour l'indice de référence².

REVUE DU PORTEFEUILLE

Les chaudes journées d'été ont exalté les investisseurs au début du troisième trimestre : le cours des actions est monté en flèche effaçant, du même coup, une part des pertes subies en début d'année. À la fin du mois d'août, cet enthousiasme s'est estompé quand les investisseurs ont tourné leur attention vers l'inflation, les taux d'intérêt et les risques géopolitiques. Les gains des indices nord-américains au cours de l'été ont fondu et les marchés canadiens et américains ont conclu le troisième trimestre avec un rendement négatif. **Notre Fonds a connu un tout autre sort avec un excellent gain de 7 % au T3.** Plusieurs de nos investissements ont obtenu des résultats financiers convaincants et l'un de nos titres a fortement grimpé à la suite de l'offre d'achat d'un concurrent.

Nous avons profité du rebond de la bourse pour vendre certains investissements qui offraient un ratio rendement/risque moins attrayant. Nous avons également acquis de nouveaux titres. En contexte de grande volatilité des marchés, nous effectuons habituellement davantage de transactions afin de réagir face aux prix que nous jugeons trop élevés ou trop bas. Notre objectif demeure de maximiser nos rendements tout en réduisant notre prise de risque.

La gestion du risque est primordiale pour tout investisseur qui désire bâtir son patrimoine de manière durable sur un horizon d'une décennie, voire plus. Comme nous l'avons observé cette année, les marchés subissent à l'occasion des soubresauts entraînant de mauvaises surprises. À très long terme, les marchés boursiers augmenteront, mais, entre-temps, les investisseurs doivent continuer d'investir et survivre aux baisses pour participer à cette création de richesse. Une approche d'investissement prudente fait toute la différence au moment où cela compte le

¹ Une description complète du Composé Tonus est disponible en page 5

² Une description complète de l'indice de référence et ses rendements historiques sont disponibles en page 5

plus, c'est-à-dire quand le marché connaît une forte baisse de prix. Cette année, plusieurs fonds subissent d'énormes baisses anéantissant, dans certains cas, les gains accumulés sur plusieurs années. Notre Fonds, en baisse de seulement 7 % depuis le début de l'année, a réagi comme nous l'anticipions. Notre rendement sur deux, trois et dix ans demeure nettement positif. Afin de mettre les choses en perspective, un fonds en baisse de -50 % cette année (par rapport à notre rendement de -7%) devrait avoir connu un rendement de 65 % par année au cours des deux années précédentes pour égaler notre performance sur une période de trois ans !

Nonobstant notre désir de dégager de forts rendements chaque année (ce que nous avons réussi à accomplir à l'occasion dans le passé³), nous veillons à éviter autant que possible des pertes importantes (par exemple, de l'ordre de -50 %) dans le but de maintenir un rendement stable au fil du temps. Notre Fonds ne remportera sans doute jamais le titre du « fonds de l'année » pour le rendement le plus élevé, mais telle n'est pas notre intention. La création soutenue de richesse s'apparente bien plus à un marathon qu'à un sprint. Autrement dit, plus les résultats sont constants, plus la magie des intérêts composés s'opère générant ainsi de la valeur pour les investisseurs.

Cette année, le cours des actions a baissé principalement en raison de la hausse des taux d'intérêt qui a entraîné une diminution des évaluations : les investisseurs abaissent le multiple qu'ils sont prêts à payer pour les bénéfices futurs d'une entreprise. À notre grand étonnement, les investisseurs entrevoient encore une augmentation de 8 % des bénéfices pour l'année à venir. Cette prévision nous paraît trop optimiste et pose un risque élevé qui ne semble pas pris en compte dans les évaluations boursières.

Comme nous l'avons décrit dans [notre dernière lettre](#), les entreprises ont bien résisté aux perturbations économiques durant la première moitié de l'année parce que plusieurs d'entre elles jouissaient de forts carnets de commandes, un contexte propice à la hausse des prix. L'effet de ce phénomène s'est maintenant presque dissipé. Même si l'essoufflement de l'augmentation des prix favorise le contrôle de l'inflation, cette conjoncture exercera une pression sur les marges, les bénéfices et, ultimement, le cours des actions.

Le mot clé du trimestre : évaluation

Depuis le début de l'année, nous avons centré notre message sur l'inflation. Dans notre lettre du premier trimestre, nous vous avons présenté nos investissements dans des entreprises qui devraient bénéficier d'une hausse de l'inflation. Au deuxième trimestre, nous avons démontré que nos principaux investissements seraient en mesure d'absorber la hausse des coûts et des taux d'intérêt. Dans cette lettre, nous souhaitons nous concentrer sur l'évaluation des titres.

L'inflation est une source d'incertitude et l'incertitude entraîne de la volatilité. Dans un tel environnement, les décisions d'investissement doivent être plus que jamais fondées sur l'évaluation des titres. Ceci concorde parfaitement avec notre approche d'investissement qui consiste à établir la valeur à long terme de chacun des titres analysés selon nos propres modèles pour éventuellement les acquérir à un prix réduit. De telles occasions abondent durant les périodes tumultueuses comme cette année.

³ Notre stratégie nord-américaine a obtenu un rendement brut de 39,9 % en 2013, de 25,0 % en 2016 et de 20,0% en 2020.

Pour déterminer cette valeur à long terme, nous réfléchissons d'abord à la façon dont l'entreprise utilise ses ressources dans divers contextes économiques. Puis, nous construisons un modèle financier interne pour établir la valeur de l'actif en fonction des flux de trésorerie actualisés de l'entreprise et des bénéfices prévus. Nous pouvons ainsi comparer nos prévisions avec celles attendues par le marché. Par moments, l'euphorie des investisseurs propulse les prix vers le haut, réduisant notre marge de sécurité et accroissant le risque. Dans de tels cas, nous vendons le titre. Au contraire, il arrive parfois que le prix des actions baisse beaucoup, rendant le ratio cours/bénéfices très attrayant, ce qui nous offre une protection supplémentaire si nos prévisions s'avèrent trop optimistes. C'est alors que nous achetons. Voici quelques exemples où nous avons fait appel à ces principes au cours du dernier trimestre.

Premier exemple, **VerticalScope Holdings (FORA – 10,00 \$)** que nous avons découvert au moment de leur premier appel public à l'épargne (PAPE) en 2021. Son fondateur, Rob Laidlaw, détient 14 % des actions et dirige une entreprise qui exploite plus de 1200 plateformes communautaires numériques (des blogues). Le modèle d'affaires repose sur la création de contenu par ses 100 millions d'utilisateurs mensuels à qui FORA propose du commerce électronique et de la publicité. La société est entrée en bourse l'an dernier au prix de 18 \$ par action. Comme nous craignons que leurs bons résultats pendant la pandémie soient difficiles à reproduire lors du retour à un environnement « normal », nous avons décidé de ne pas participer au PAPE. Nous avons préféré les garder à l'œil tout en maintenant notre modèle financier à jour en vue de saisir une éventuelle occasion d'achat à un prix offrant une plus grande protection.

En août, le cours de l'action est passé de 22 \$ à moins de 8 \$ face aux craintes des investisseurs qui envisageaient une baisse des revenus publicitaires. Sur la base de notre modèle financier, nous avons alors déterminé que l'entreprise générerait 1,25 \$ de flux de trésorerie disponibles cette année. FORA adopte le dollar américain comme devise dans ses états financiers de sorte que la valeur du flux de trésorerie équivaut à 1,70 \$ en dollars canadiens, une fois la devise convertie. À notre prix d'achat de 7,50 \$, nous avons déboursé 4,5 fois ce montant. Si l'entreprise décidait de verser toute cette somme sous la forme de dividendes aux actionnaires, cela représenterait un rendement de 22 % ! Même les obligations de pacotille à haut risque ne se négocient pas à une telle valeur.

Advenant un ralentissement économique et une baisse des revenus publicitaires, il se peut que la croissance organique diminue. Toutefois, l'entreprise demeurera rentable et l'évaluation, au moment de notre achat, offre une marge de sécurité suffisante. Au moment de l'annonce de ses excellents résultats au T2, le titre a bondi de plus de 50 %. Nous continuerons de surveiller sa rentabilité et de mettre à jour notre modèle afin d'ajuster la pondération du titre dans notre portefeuille selon l'évolution du cours et de la marge de sécurité.

Second exemple, **Napco Security Technologies (NSSC – 29,08 \$)**, un titre acheté au prix de 18 \$ par action au printemps, dont nous avons discuté dans notre lettre du T2. À l'époque, nous avons établi la valeur de l'action à 35 \$. Notre prix d'achat réduisait considérablement le risque advenant que nos hypothèses quant à sa croissance soient trop optimistes. En quelques semaines seulement, le titre a grimpé à 30 \$. Malgré notre confiance en cette trajectoire ascendante, la forte hausse du titre en peu de temps rendait sa pondération au sein du Fonds très élevée relativement à notre marge de sécurité. Nous avons donc décidé de vendre la moitié de notre participation tout en continuant de surveiller l'évolution des résultats financiers et du cours de l'action. Si le titre baisse en l'absence d'annonce négative, nous renforcerons notre position. S'il augmente davantage, nous bénéficierons de gains supplémentaires. Nous pourrions alors liquider une partie ou l'entièreté de notre investissement, une fois la valeur attendue pleinement réalisée.

Troisième exemple, la vente de **IBI Group (IBG – 19,50 \$)** au cours du trimestre. Nous avons acquis le titre de ce cabinet d'ingénierie et d'architecture basé à Toronto en mars 2021 lorsqu'un groupe d'employés s'est départi d'un bloc d'actions au prix de 10 \$. Selon nos calculs, l'action se négociait à 8x son BAIIA, une baisse importante par rapport à ses concurrents dont le cours se négociait à 14x le BAIIA. Un certain niveau d'escompte nous semblait justifié compte tenu de la plus petite taille de IBI Group par rapport à ses pairs. Cependant, nous avons estimé que l'action pourrait éventuellement se négocier à 12x notre évaluation des profits, soit au prix de 18 \$. Au cours du T3, Arcadis, un concurrent néerlandais, a acquis l'entreprise au prix de 19,50 \$ par action, une offre équitable qui nous procure un excellent rendement pour la courte période durant laquelle nous avons détenu le titre.

L'hiver est à nos portes et nous continuerons de déployer notre capital de la même manière que nous l'avons fait au T3. Le négativisme des investisseurs risque de perdurer, ce qui créera certainement de nouvelles occasions d'investissement intéressantes pour nous. Au fil du temps, les investisseurs recouvreront leur optimisme et verront au-delà des pressions actuelles pour se concentrer sur la croissance des bénéficiaires et les évaluations attrayantes. Nous avons donc consolidé notre portefeuille pour le protéger des fortes baisses tout en restant prêts à profiter de la hausse des cours boursiers à venir.

Une nomination importante chez Tonus

Finalement, je veux partager avec vous une excellente nouvelle pour notre firme : nous avons nommé Aaron Warnongbri à titre d'associé de notre firme. Aaron et moi travaillons ensemble depuis déjà neuf ans. En plus de superviser les opérations et la conformité, Aaron m'aide à gérer le Fonds au quotidien. Nous partageons les mêmes valeurs d'honnêteté et de respect. C'est une chance incroyable que nos chemins se soient croisés à l'Université Concordia. Aaron s'est avéré un atout inestimable pour le Fonds et la firme. Je vous assure, chers-ères partenaires, qu'Aaron fera toujours passer vos intérêts avant les siens. J'entrevois avec un grand optimisme le long voyage que nous parcourons ensemble, avec le reste de notre formidable équipe, pour créer de la richesse pour vous à long terme.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA
5 octobre 2022

**À titre de référence, voici le rendement de notre stratégie
nord-américaine
Rendements bruts annualisés du Composé Tonus
Au 30/09/2022**

	<i>Composé Tonus (Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
3 mois	7.6%	0.4%
6 mois	-3.3%	-15.2%
Cette année	-6.9%	-15.7%
1 an	-8.7%	-11.1%
3 ans	11.2%	7.4%
5 ans	3.8%	6.7%
10 ans	9.3%	9.7%
Depuis la création	8.8%	6.7%

Source: FactSet Research Systems, Inc.

Les rendements sont présentés avant les frais de gestion en utilisant une formule pondérée en fonction du temps

La performance passée n'est pas une indication de la performance future

Les rendements de plus de 1 an sont annualisés

L'indice de référence est composé de 25% S&P/TSX TR + 25% S&P/TSX SmallCap Index + 25% S&P 500 TR (\$ CAD) + 25% Russell 2000 TR (\$ CAD)

Le rendement total du S&P 500 TR (\$ CAD) et du Russell 2000 (\$ CAD) sont ajustés pour les impôts retenus à la source des dividendes américains

Prendre note que Tonus Capital agit en tant que gestionnaire du Fonds Partenaires Tonus. Les rendements historiques présentés sont pour le Fonds Tonus Partenaires. Avant janvier 2016, les rendements ont été réalisés dans le Fonds Tonus Sélect d'octobre 2007 à octobre 2011 et de la moyenne pondérée de tous les comptes gérés selon la même stratégie implémentée dans le Fonds Tonus Partenaires actuel (incluant les comptes qui ne sont plus en activité), de novembre 2011 à décembre 2015. Même si la structure et le nom du produit d'investissement a changé dans le temps, le même mandat d'investissement, les mêmes objectifs, la même stratégie et le même indice de référence ont été appliqués. Les rendements passés ne sont pas garants de la performance future. Les renseignements fournis dans le présent document ne doivent pas être considérés comme une sollicitation d'achat ou une offre de vente d'un titre. Les rendements sont présentés avant la déduction des frais et sont exprimés en dollars canadiens. La composition de l'indice de référence a changé en 2021. Avant 2021, l'indice de référence était calculé en additionnant 50% du rendement du S&P/TSX et 50% du rendement du S&P500 en dollars canadiens. Le détail de la performance de l'indice calculé avec l'ancienne formule est disponible en cliquant sur [ce liens](#). Tout investissement dans le Fonds est spéculatif et comporte certains risques importants tels que le risque de perdre la totalité de l'investissement. Le présent document ne doit pas être considéré comme une offre publique de valeurs mobilières dans quelque juridiction que ce soit au Canada et n'est présenté qu'à titre d'information. 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 le 31 octobre 2007 et le Fonds Tonus Partenaires a été créé le 4 janvier 2016. La firme maintient une liste complète des composés et de leur description. Les informations relatives au Fonds ne doivent pas être interprétées comme un placement public de titres dans un territoire quelconque du Canada. L'offre de parts des Fonds est faite conformément aux documents d'offre du Fonds uniquement aux investisseurs dans les juridictions du Canada qui remplissent certaines conditions d'admissibilité ou d'achat minimum. Des renseignements importants sur le Fonds, y compris les documents d'objectif de placement du Fonds, figurent dans les documents d'offre disponibles sur demande.