

## DEUXIÈME TRIMESTRE 2023 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Nous sommes très heureux de vous faire part de notre revue du portefeuille pour le deuxième trimestre.

### LA PERFORMANCE

Au cours du deuxième trimestre 2023, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **9,7 %**. Cette année à ce jour, le Fonds a dégagé un rendement de **16,0 %**.

Depuis la création du Composé<sup>1</sup> Nord-Américain Tonus en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **10,2 %** comparativement à **7,2 %** pour l'indice de référence<sup>2</sup>.

### Revue du portefeuille

Notre Fonds Tonus Partenaires a connu une excellente performance au cours du deuxième trimestre. Notre rendement, en hausse de 10 %, a atteint 16 % pour le semestre et 39 % pour la période de 12 mois se terminant le 30 juin. Nous sommes enchantés de nos résultats. La valeur unitaire du Fonds a plus que doublé depuis sa plus faible évaluation au début de la pandémie. Nos Partenaires ont bénéficié d'un rendement annuel composé de 22 % depuis ce creux.

Cette performance est le fruit de notre engagement indéfectible envers notre philosophie d'investissement : la recherche et la sélection de titres fortement sous-évalués. Nous avons comme objectif de doubler à nouveau vos avoirs dans les années à venir. Cependant, les titres gagnants dans le passé seront probablement bien différents de ceux sur lesquels nous miserons dans le futur. Nous avons effectivement beaucoup appris durant le plus récent cycle d'investissement. Nous avons identifié des caractéristiques et des attributs prometteurs qui éclairent maintenant nos analyses et guideront nos prochaines décisions d'investissement.

### Marché (au singulier) en forte hausse

De nombreux investisseurs faisaient preuve de prudence au début de l'année, adoptant une approche d'investissement conservatrice. Depuis, les taux d'intérêt n'ont cessé d'augmenter, une crise bancaire a entraîné la faillite de trois grandes banques, le gouvernement américain a évité in extrémis un défaut de paiement et la guerre en Ukraine se poursuit. Malgré tout, le S&P 500 est en hausse de 15 % cette année grâce au fort rendement des titres technologiques de

<sup>1</sup> Une description complète du Composé Tonus est disponible en page 5

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

grandes capitalisations. Désormais très prisés, ces titres ont connu une croissance de 40 % dans la foulée de l'engouement suscité par l'intelligence artificielle. Nous avons expliqué dans notre [dernière lettre](#) que les rendements boursiers sont habituellement tributaires des résultats financiers obtenus relativement aux attentes des investisseurs.

Il ne fait aucun doute que certaines entreprises de technologies bénéficieront des investissements massifs dans le domaine de l'intelligence artificielle. Toutefois, la hausse des cours boursiers a grandement relevé les attentes du marché, augmentant de manière considérable le risque à l'égard de ces titres et menant potentiellement à une déception chez les investisseurs.

La croissance fulgurante du cours des actions dans le secteur technologique donne l'impression que les marchés ont généralement bien performé cette année. Ce n'est pourtant pas le cas. Alors que le S&P 500 a crû de 14 %, l'indice canadien n'a pratiquement pas bougé. Les actions des petites capitalisations canadiennes ont même connu un recul de 3 %, tandis qu'elles ont augmenté de seulement 6 % du côté américain (en baisse de 1,5 % depuis la fin du mois de janvier).

L'appétit pour le risque ne cesse de croître comme si les investisseurs avaient déjà oublié les leçons tirées en 2022. Ils s'intéressent à des titres qui ont déjà fortement augmenté et probablement atteint leur apogée.<sup>3</sup> L'inflation demeure élevée et les taux d'intérêt pourraient encore grimper. Au début du mois de juillet, le taux d'intérêt des bons du Trésor sur deux ans a atteint 5,15 %, son sommet depuis 16 ans. En ce moment, investir dans les actions dispendieuses des sociétés de croissance s'avère, selon nous, peu judicieux et frise la folie.

De plus, les évaluations augmentent rapidement : le ratio cours/bénéfices de l'indice S&P 500 a atteint 20,4 à la fin juin comparativement à 17,6 au début de l'année. Les investisseurs anticipent donc une hausse de 10 % des bénéfices des entreprises en 2024. Cela nous semble très optimiste dans un contexte où le crédit se resserre, la production industrielle ralentit et la pression sur les salaires persiste. Une question fondamentale demeure : combien de temps encore les entreprises pourront-elles protéger leurs marges bénéficiaires en forçant leurs clients à accepter des hausses de prix?

De notre point de vue, les attentes quant à la croissance des bénéfices par action seront revues à la baisse, les entreprises procéderont à des licenciements et le taux chômage augmentera. Ce scénario résoudrait un problème, soit l'inflation, mais en créerait un autre : une révision à la baisse des profits qui décevra les investisseurs. Dans un tel contexte, les bons placements existent encore, mais il faut déterminer judicieusement **le prix que nous sommes prêts à déboursier pour les acquérir**. Fidèles à nos principes, nous laisserons de côté les valorisations extrêmes et continuerons à arpenter notre terrain de chasse favori – le marché des petites capitalisations – où nous sommes convaincus de dénicher des prises intéressantes. Nous en dirons davantage à ce sujet plus loin dans cette lettre.

## La performance de nos titres ce trimestre

Notre forte performance au deuxième trimestre n'est pas liée à une surexposition au secteur technologique. Elle découle plutôt d'une sélection rigoureuse de titres dont certains ont connu

---

<sup>3</sup> Si vous suivez le cours du FNB Roundhill Meme ETF (symbole MEME), vous aurez un bon aperçu du goût du risque des investisseurs.

une évolution positive au cours de la période. Notamment, **Matrr (MATR – 19,16 \$)**, un titre qui ne vous dit probablement pas grand-chose. Il ne s'agit pourtant pas d'une nouvelle entreprise. En fait, Matrr est la nouvelle appellation de Shawcor, un titre dans lequel nous avons investi en décembre 2020 lorsque les investisseurs ne tenaient pas compte des changements émergents au sein de l'entreprise. Notre thèse d'investissement reposait alors sur le fait que le marché n'attribuait aucune valeur à l'une des trois divisions de l'entreprise.

Consciente de ce problème, la direction de Matrr a vendu certaines des plus petites parties de cette division. Elle finalise actuellement la vente de la plus importante composante, soit les activités de revêtement de protection des pipelines. Une fois cette étape franchie, l'entreprise aura changé de nom, rejoint une nouvelle classification sectorielle (en quittant le secteur de l'énergie) et amélioré son bilan (en enrayant sa dette). Elle disposera alors du capital nécessaire pour investir dans ses deux divisions restantes : la première se spécialise dans la production de réservoirs d'entreposage pour l'eau et le carburant, et la seconde s'avère un leader mondial dans la fabrication de fils et de câbles de haute technicité.

Lors de la visite de la nouvelle équipe de direction à nos bureaux le mois dernier, nous avons discuté longuement de leur stratégie de création de valeur pour les actionnaires. Le déploiement futur de capitaux devrait générer d'excellents rendements qui réjouiront les investisseurs. L'action, en hausse de 200 %, a connu un parcours exceptionnel au cours des derniers mois. Nous avons réduit notre position de moitié, mais continuons à apprécier les perspectives de rendement à long terme de l'entreprise.

Nous avons acheté quelques nouveaux titres au cours du deuxième trimestre dont **HP Inc. (HPQ - 30,71 \$)**, acquis à la fin juin. Plusieurs associent cette marque aux ordinateurs personnels. Cependant, les deux tiers des bénéfices de HP proviennent de sa division produisant des imprimantes. L'action a diminué de 25 % au cours de l'année à la suite du déclin généralisé des ventes d'ordinateurs, lesquelles avaient connu un sommet exceptionnel durant la pandémie. À notre avis, nous approchons le creux de cette vague et, simultanément, les parts de marché de HP augmentent.

De surcroît, l'engouement pour l'intelligence artificielle, qui requiert une plus grande puissance de calcul, pourrait entraîner une augmentation des ventes et du prix unitaire des ordinateurs. Du côté des imprimantes, la division la plus rentable, les ventes demeurent stables. HP est de loin le joueur dominant dans ce créneau et l'entreprise a récemment introduit un service d'abonnement pour l'encre et le papier. Ce modèle de revenu plus constant pourrait améliorer l'évaluation du titre (multiple plus élevé). Cela dit, notre thèse d'investissement ne repose pas uniquement sur cette perspective.

L'allocation des capitaux attire aussi notre attention. Au cours des sept dernières années, la direction de HP a racheté environ 40 % de ses actions en circulation tout en augmentant le flux de trésorerie disponible de 30 %. Nous avons acheté des actions de HP à moins de 30 dollars. À ce prix, nous avons payé moins de 10 fois les bénéfices anticipés cette année malgré le fait que ses deux principales divisions se trouvent à des points d'inflexion qui auront un impact sur les résultats à venir.

Selon nos analyses, même si nous sommes à mi-chemin d'une année marquée par l'incertitude, les activités de l'entreprise généreront des flux de trésorerie élevés qui profiteront aux actionnaires. Sa position dominante dans le marché est telle qu'il nous paraît pratiquement impossible qu'elle obtienne de mauvais résultats. Nous devrions tirer profit de l'une des situations suivantes : une croissance des bénéfices, une augmentation du multiple/de

l'évaluation, ou encore, une seconde tentative de rachat de HPQ par Xerox, un scénario peu probable, mais tout de même possible. Dans tous les cas, il semble improbable que nous subissions une perte importante par rapport à notre prix d'achat. Au contraire, nous croyons que les probabilités d'obtenir des gains appréciables sont favorables.

## La résurrection des petites capitalisations

Après une longue période de sous-performance relative, les petites capitalisations ont connu d'excellents rendements de 9% en janvier et de 8% en juin. Nous commençons à observer une demande plus forte pour les petites capitalisations américaines en raison de leurs évaluations beaucoup plus faibles. Le ratio cours/bénéfices de ces dernières s'établit à 13,7 fois, alors que celui des grandes capitalisations atteint 20,4 fois.

Au cours de sept des neuf dernières années, les grandes capitalisations ont surpassé le rendement annuel des petites capitalisations. L'heure de la revanche a sonné. Nous sommes encouragés par les premiers signes positifs qui émergent au sud de la frontière. Nous restons à l'affût des aubaines, qu'elles se trouvent dans les petites ou les grandes capitalisations, pourvu que ces occasions présentent un faible risque de baisse et un potentiel de hausse à long terme.

Pour conclure, nous aimerions partager notre point de vue sur l'assemblée générale annuelle de Berkshire Hathaway, la firme d'investissement dirigée par nul autre que Warren Buffett. Notre collègue Aaron Warnongbri, gestionnaire chez Tonus, a assisté à l'événement qui s'est tenu à Omaha en mai. Vous pouvez lire ce qu'il a entendu et appris sur [cette page](#) de notre site. Pour en savoir plus, nous vous invitons à le contacter. Il se fera un plaisir de discuter de son expérience avec vous.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA  
Partenaire  
14 juillet avril 2023



Aaron Warnongbri  
Partenaire

**Performance annualisée du Composé Tonus  
Au 30/06/2023**

	<i>Composé Tonus (Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
<b>3 mois</b>	9.7%	1.4%
<b>6 mois</b>	16.0%	6.3%
<b>1 an</b>	38.9%	13.4%
<b>3 ans</b>	21.0%	12.3%
<b>5 ans</b>	8.7%	7.2%
<b>10 ans</b>	9.6%	10.1%
<b>15 ans</b>	10.7%	8.0%
<b>Depuis la Création</b>	10.2%	7.2%

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% Grandes Capitalisations canadiennes RT + 25% Petites Capitalisations canadiennes RT + 25% Grandes Capitalisations américaines RT (\$ CAD) + 25% Petites Capitalisations américaines RT (\$ CAD)

Le rendement 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. 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.*