

DEUXIÈME TRIMESTRE 2021 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Nous sommes heureux de vous transmettre la revue du portefeuille pour le premier trimestre.

LA PERFORMANCE

Au cours du deuxième trimestre 2021, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **7,9 %**. Cette année à ce jour, le Fonds a dégagé un rendement de **19,5 %**.

Depuis la création du Composé¹ Nord-Américain Tonus en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **10,6 %** comparativement à **8,3 %** pour l'indice de référence².

Revue du portefeuille

Nous sommes heureux de clôturer un autre trimestre avec de bons rendements. Notre fonds a gagné 6 % au cours de la période et termine la première moitié de l'année avec un rendement supérieur à 16 %. Nos titres ont continué leur progression pendant que des marchés beaucoup plus calmes que lors de la période correspondante l'an dernier ont engendré une diminution du nombre de nos transactions. Alors que la moitié des séances boursières du 2e trimestre 2020 enregistraient des fluctuations supérieures à +/- 1,5 %, seulement deux ont atteint ce niveau cette année.

Les pays développés voient leurs économies rouvrir pendant que la plupart des industries opèrent aux niveaux d'avant la pandémie. En conséquence, tous les secteurs ont affiché des rendements positifs au premier semestre de l'année. Notre fonds a fait encore mieux que les marchés; son rendement aurait dépassé les 20 % sans la baisse du dollar américain. Au cours des douze derniers mois, le rendement brut du fonds est de 54 %.

Les ventes et les bénéfices augmentent

Comme expliqué dans notre [dernière lettre](#), la croissance rapide des bénéfices des entreprises a été la locomotive qui a fait avancer les marchés. À notre avis, ce train ne s'arrêtera pas de sitôt. Depuis le début de l'année, les prévisions de ventes et de bénéfices des entreprises au sein du S&P500 ont respectivement été revues à la hausse de 5 % et 16 %. À l'exception de trois titres, les estimés de ventes et de bénéfices de tous nos investissements sont égales ou supérieures aux attentes du début d'année. Nonobstant ce contexte encourageant, nous ne

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

dévions pas de notre approche prudente et ne prétendons nullement que tous les dangers ont disparu. Les perspectives sont certes favorables, mais certains risques demeurent.

Premièrement, les coûts augmentent. En mai, l'indice des prix à la consommation a affiché sa plus forte hausse depuis 2008, tandis que l'indice d'inflation de base augmentait au plus fort taux depuis 1992. Combinée aux conditions actuelles du marché du travail, cette inflation provoque une augmentation rapide des salaires. En plus des coûts supplémentaires, certaines entreprises doivent freiner leur production ou réduire leur offre de services en raison de la pénurie de main-d'œuvre.

Deuxièmement, les récentes perturbations au sein des chaînes d'approvisionnement mondiales entraîneront des conséquences importantes pour certaines entreprises. Les navires sont chargés au maximum et plusieurs voient leurs biens bloqués sur les quais ou leurs frais d'expédition monter en flèche. Ces deux facteurs (coûts en hausse et production retardée) pourraient freiner la rentabilité anticipée. Nous analysons chacun de vos investissements et positionnons le portefeuille de manière à minimiser ces risques à court terme tout en surveillant la création de valeur à long terme.

SAVS : sociétés d'acquisition à vocation spécifique

Bien que les marchés aient été moins volatils ces derniers temps, la spéculation n'a pas faibli. De nombreux titres continuent de fluctuer en fonction du momentum plutôt que de leurs indicateurs fondamentaux. Cette spéculation stimule aussi le boom des SAVS. Les SAVS, également connues sous le nom de sociétés coquilles ou de chèques en blanc, ont pour but ultime l'acquisition d'une entreprise privée et son introduction en bourse. La spéculation mène fréquemment le prix de ces titres à augmenter avant même qu'une transaction n'ait été annoncée ! Lorsqu'un accord est conclu, peu de données financières sont fournies, rendant ces introductions en bourse beaucoup moins transparentes.

Par conséquent, les investisseurs doivent effectuer plus de recherches pour mener leurs analyses. Puisque les SAVS s'avèrent extrêmement populaires auprès des spéculateurs, nous doutons que beaucoup d'entre eux effectuent leurs évaluations financières de façon appropriée. Plus le modèle économique semble être risqué, plus les actions de ces SAVSs semblent s'envoler. Jusqu'au moment des déclarations des profits trimestriels ou, comme c'est souvent le cas avec les SAVSs, des pertes trimestrielles, c'est seulement à ce moment que plusieurs réalisent la nature du placement dans lequel ils ont investi.

Prenons l'exemple de Lordstown Motors, une entreprise qui envisage de développer un camion électrique léger. Bien qu'elle n'ait pas encore construit de prototype, la société a obtenu une valorisation de 5 milliards de dollars plus tôt cette année. Au cours du mois dernier, son PDG et son directeur financier ont démissionné après que la société ait révélé un manque de fonds pour commencer la production et un risque substantiel qu'elle ne puisse poursuivre ses activités. Le titre est en baisse de 54 % depuis le début de l'année. À notre avis, même si toutes les SAVS ne connaîtront pas nécessairement un tel dénouement, nous croyons que ce type d'investissement demeurera très volatil. Puisque certaines SAVS ciblent des entreprises rentables, la conjoncture actuelle pourrait créer des points d'entrée alléchants nous permettant l'acquisition de bonnes entreprises mal comprises et sous-évaluées par le marché.

Deux occasions de la sorte se sont présentées au deuxième trimestre et nous les avons ajoutées à notre portefeuille. Premièrement, **Whole Earth Brands (FREE - 14,50 \$)**, fabrique et

distribue du sucre biologique et des édulcorants; des produits proposés aux consommateurs recherchant des alternatives au sucre raffiné. Grâce à la combinaison de trois sociétés, Whole Earth a désormais la capacité d'accroître sa pénétration dans son marché principal (États-Unis) et d'étendre sa distribution à l'échelle internationale. Les ventes devraient dépasser la barre du demi-milliard de dollars cette année et l'entreprise profitera du virage séculaire vers la santé et le bien-être.

Alors que cette catégorie a augmenté de 10 % l'année dernière, les marques de FREE ont connu une croissance de 20 %, gagnant des parts de marché par rapport à leurs concurrents et ce, avec une distribution limitée dans le plus grand détaillant du pays. Une entrée possible sur les étagères de Walmart plus tard cette année accélérerait l'expansion de la marque. De plus, comme Whole Earth n'a finalisé sa dernière acquisition qu'au début de 2021, ils optimisent actuellement la distribution et la fabrication dans le but d'améliorer les bénéfices d'exploitation de 5 à 10 millions de dollars. Nous avons acheté des actions à un multiple inférieur à 9 fois le BAIIA, un point d'entrée très attrayant.

Deuxièmement, nous avons acheté des actions d'**ARKO Corp. (ARKO - 9,19 \$)**, un exploitant de dépanneurs aux États-Unis. En tant que propriétaires de longue date de Couche-Tard, nous connaissons bien cette industrie et son modèle d'affaires de croissance par acquisition. Le réseau d'Arko est passé de 1 000 sites il y a cinq ans à plus de 3 000 aujourd'hui, ce qui en fait le 6^e acteur de sa catégorie. Contrairement aux grands consolidateurs, Arko peut rechercher des cibles de petites tailles qui se transigent à des multiples plus abordables (ils ont payé en moyenne 6,6 fois le BAIIA). Grâce à une extraction de synergie agressive, ils ont historiquement été en mesure de réduire ce multiple de moitié, leur conférant un retour sur capital supérieur à 35 %.

En plus de conclure des transactions, nous croyons que l'équipe de direction, qui détient 38 % des actions en circulation, déploiera judicieusement ses capitaux pour reconfigurer 360 sites dans le but d'augmenter les marges et les bénéfices. Malgré des perspectives de croissance plus attrayantes, l'action se négocie actuellement avec un escompte de 20 % par rapport à ses pairs de plus grande taille. L'action ayant récemment rejoint le populaire indice Russell 2000, nous nous attendons à ce que davantage d'investisseurs prêtent attention à ses excellents résultats.

Nous disons au revoir à Photon

Au cours du trimestre, nous avons été témoins de l'acquisition de l'un de nos investissements. Bien que nous n'achetions jamais un titre avec l'objectif que l'entreprise soit vendue, ceci demeure toujours une possibilité, en particulier pour les sociétés à petite capitalisation. Nous avons acheté des actions de **Photon Control (PHO - 3,58 \$)**, un fabricant de capteurs optiques permettant de mesurer la température et le positionnement d'objets, en octobre 2020 alors qu'il se négociait à 1,62 \$. Photon vend principalement ses produits aux fabricants d'équipements permettant la production de semi-conducteurs. Avec la hausse fulgurante de vente de produits électronique, Photon connaissait une augmentation rapide de la demande pour ses produits. Alors que les investisseurs commençaient finalement à voir ce que notre analyse avait conclu précédemment, un acteur stratégique, MKS Systems, a proposé d'acheter l'entreprise pour 3,60 \$ par action. Nous jugeons que le prix payé pour l'entreprise est juste et confère un excellent retour sur investissement considérant la courte période durant laquelle nous l'avons détenue.

Une nouvelle initiative chez Tonus

Il y a eu un mouvement croissant au sein du secteur de l'investissement au cours des dernières années pour se concentrer davantage sur les facteurs ESG, c'est-à-dire les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance. L'analyse de ces facteurs permet aux investisseurs de mieux connaître les entreprises et oblige ces dernières à améliorer certains aspects de leurs activités. Chez Tonus, par l'entremise de nos propres recherches fondamentales, ces enjeux ont toujours été pris en compte dans nos analyses. Néanmoins, nous avons décidé d'aller plus loin dans ce dossier pour mieux comprendre nos investissements actuels et potentiels.

À cette fin, en partenariat avec l'Université Concordia, nous avons accueilli Brandon Mundi comme quatrième membre au sein de notre équipe de recherche. Son mandat principal sera de mener l'analyse ESG de nos titres. Bien que de nombreux fonds utilisent des tierces parties pour l'attribution d'un pointage ESG déterminant l'admissibilité d'un investissement, nous préférons l'effectuer nous-mêmes. En plus d'évaluer si une entreprise est alignée avec nos valeurs ESG, une telle recherche nous aide également à identifier les risques financiers potentiels liés à ces facteurs.

Somme toute, nos rendements du premier semestre sont très satisfaisants. Bien que le niveau de spéculation demeure élevé, nos efforts se concentrent sur la recherche d'actions nord-américaines offrant un bon potentiel de hausse mais surtout un profil de risque limité.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA
6 juillet 2021

Performance annualisée du Composé Tonus Au 30/06/2021

	<i>Composé Tonus (Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
3 mois	7.92%	6.87%
6 mois	19.52%	15.93%
1 an	54.49%	41.56%
3 ans	9.76%	12.23%
5 ans	8.84%	12.71%
10 ans	12.97%	11.12%
Depuis la Création	10.60%	8.29%

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.