

QUATRIÈME TRIMESTRE 2023 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Nous sommes très fiers et heureux de vous présenter notre rendement et vous faire part de nos observations pour le 4^e trimestre de 2023.

LA PERFORMANCE

Au quatrième trimestre de 2023, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **9,1 %**. Cette année à ce jour, le Fonds a dégagé un rendement de **25,2 %**.

Depuis la création du Composé¹ en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **10,3 %**. En comparaison, le rendement annualisé de l'indice de référence² durant cette période est de **7,4 %**.

Une hausse surpassant les indices de référence

Notre fonds a clôturé l'année avec un excellent rendement de +9,1 % au quatrième trimestre, culminant à une performance remarquable de +25,2% pour l'ensemble de l'année. Ce résultat représente le deuxième meilleur rendement annuel de l'histoire de notre fonds, surpassant de 11 % le rendement de notre indice de référence mixte, composé d'indices nord-américains de petites et grandes capitalisations. Notre performance revêt une dimension encore plus impressionnante sur une période de deux ans.

En 2023, la plupart des fonds montrant une forte performance avaient une forte pondération dans les titres technologiques, tirant ainsi profit de l'enthousiasme beaucoup plus élevé des investisseurs pour les entreprises axées sur la croissance (style d'investissement « croissance ») que leur intérêt envers les actions de valeur (style d'investissement « valeur »). En outre, l'indice Russell 3000 croissance a enregistré un rendement de 40 %, tandis que l'indice Russell 3000 valeur n'a progressé que de 9 % au cours de 2023.

La majorité de ces fonds de croissance ont réussi à récupérer les pertes considérables subies en 2022, lorsque ces mêmes titres ont chuté de -29 %. De notre côté, nous avons préservé votre capital en 2022, terminant l'année avec un rendement positif. Sur une période de deux ans, une analyse révèle que, tandis que les marchés nord-américains restent relativement stables (+0,9 %), notre fonds enregistre une hausse impressionnante de plus de 29 %. **Comparé à d'autres fonds communs de placement, notre Fonds Partenaires occupe la 1^{ère} place parmi les 565 fonds disponibles au Canada pour le rendement sur deux ans.**

¹ Une description complète du Composé Tonus est disponible en page 6.

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

Adopter une perspective à long terme

Malgré l'excellence de nos performances sur deux ans, il est essentiel de souligner l'importance d'évaluer notre rendement sur une période de trois à cinq ans, voire au-delà. Le Fonds Partenaires a réalisé un gain annuel de 14 % au cours des trois dernières années et de 13 % au cours des cinq dernières années.

Durant ces périodes, notre portefeuille (et parfois le marché dans son ensemble) a connu des baisses substantielles en raison de certains événements. Nous ne pouvons fournir aucune garantie quant à la reproduction de nos récents résultats à l'avenir. Cependant, nous pouvons vous garantir que nous continuerons d'appliquer la même méthodologie et la même rigueur dans la gestion de votre capital.

Notre engagement indéfectible demeure d'optimiser le prix que nous payons pour atteindre le meilleur rendement possible, tout en minimisant le risque de destruction permanente du capital. À long terme, nous croyons que notre approche permettra de maintenir des gains supérieurs par rapport au marché.

Notre performance à long terme atteste de notre rendement supérieur par rapport à l'alternative offerte aux investisseurs, à savoir les fonds indiciels. Nous avons non seulement surpassé ces derniers, mais nous avons également assuré une stabilité accrue dans les moments cruciaux, c'est-à-dire lors des marchés baissiers. Il est opportun de rappeler le tableau que nous avons présenté l'année dernière, mettant en évidence nos performances lors des périodes de pertes annuelles sur le marché.

Rendements lors d'années négatives pour l'indice de référence			
	Tonus	Indice	Rend. Relatif
2007*	2.0%	-4.3%	6.3%
2008	-4.0%	-29.6%	25.6%
2011	3.8%	-5.7%	9.5%
2018	-11.7%	-6.7%	-5.0%
2022	3.5%	-10.4%	13.9%

* portion d'année Moyenne rend. Relatif 10.1%

Prédire le rendement du marché pour les dix prochaines années, voire même pour la nouvelle année qui vient de débuter, s'avère une tâche impossible. Si des années de hausse fulgurante sont à prévoir, il est tout aussi inévitable qu'il y aura des périodes de baisse angoissante, comme en témoigne l'année 2022, marquée par des pertes considérables sur les marchés. Durant cette récente débâcle, nous avons maintenu un rendement positif. Malgré notre historique de performance relativement favorable lors de ces périodes difficiles, nous ne pouvons garantir un dénouement similaire à l'avenir. Nous nous engageons à tout mettre en œuvre pour prolonger cet historique, mais les fluctuations des prix des titres à court terme échappent à notre contrôle. Nous persévérons dans notre approche disciplinée et nous invitons nos partenaires à nous juger sur notre *processus* plutôt que sur des événements à court terme imprévisibles.

Un marché extrême au dernier trimestre

Vers la fin d'octobre, une légère panique a pris place sur les marchés. Subitement, plusieurs titres étaient disponibles à des prix très attrayants, évoquant ainsi la première moitié de l'adage de Ben Graham³ : « À court terme, le marché boursier agit comme une machine à voter... ». L'évaluation de nombreuses entreprises, qu'elles soient déjà en notre possession ou non, nous semblait excessivement faible. Dans notre processus d'analyse des titres, nous établissons une juste valeur sur un horizon de trois à cinq ans. En novembre dernier, lors du retour à la réalité du

³ Benjamin Graham était un investisseur renommé, un conférencier, un chercheur en finance et le mentor de l'investisseur milliardaire Warren Buffet. Il est considéré comme le fondateur de l'analyse boursière et, plus particulièrement, de l'investissement axé sur la valeur.

marché, certains des titres que nous avons récemment acquis ont atteint nos prix cibles en seulement trois à cinq semaines ! La deuxième partie de l'adage de Graham, « ...mais à long terme, le marché, c'est une balance », s'est concrétisée de manière remarquablement rapide.

Est-ce enfin le moment de briller pour les petites capitalisations ?

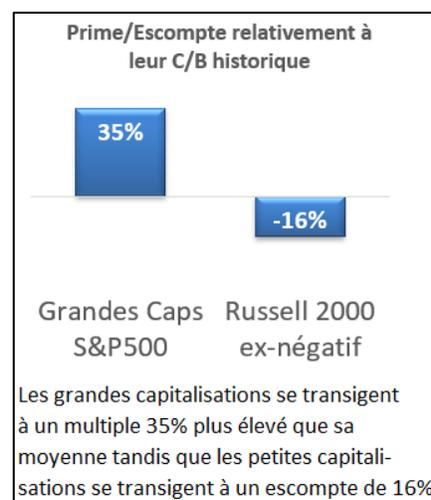
Bien que notre attention demeure concentrée sur les petites et moyennes capitalisations, nous avons de nouveau observé, en 2023, un rendement nettement supérieur pour les grandes capitalisations. Cette tendance est attribuable aux performances remarquables des « Sept Magnifiques⁴ ». Il est surprenant de constater une augmentation significative de leur cours, même si, dans la plupart des cas, leurs résultats financiers ne montrent qu'une faible amélioration.

Prenons l'exemple d'Apple, qui détient actuellement la capitalisation boursière la plus élevée. Son cours a connu une hausse de 48 %. Cependant, des questions cruciales se posent. Les revenus ont-ils augmenté rapidement au cours de l'année ? Non, en réalité, ils ont diminué en 2023. A-t-elle enregistré une forte croissance de ses bénéfices ? Non, au mieux, ces derniers connaissent une légère hausse. Les perspectives de croissance de rentabilité future se sont-elles considérablement améliorées ? Non, elles demeurent inchangées par rapport à l'an dernier. Ainsi, la forte augmentation du cours d'Apple en 2023 s'explique entièrement par l'accroissement significatif de son évaluation (ratio cours/bénéfices).

Selon notre perspective, investir dans des actions à prix élevé (avec une évaluation plus élevée) comporte des risques accrus, car cela offre peu de marge de sécurité pour absorber les mauvaises nouvelles. Il est possible que leurs cours continuent à grimper. Cependant, en raison de leurs évaluations élevées, nous considérons l'investissement dans ces sept favoris du marché comme plutôt spéculatif dans l'ensemble. Nous privilégions donc la recherche dans d'autres domaines afin de dénicher des opportunités que nous estimons moins risquées.

Nous orientons souvent nos efforts vers les petites et moyennes capitalisations. Étant donné que les fonds dédiés à cette catégorie d'actifs ont encore subi des sorties de capitaux en 2023, cet environnement devient de plus en plus propice à la découverte d'aubaines. Les petites capitalisations demeurent bien en deçà de leur valorisation à long terme, même après le rebond appréciable de 14 % qu'elles ont connu au quatrième trimestre.

Certains investisseurs ont déjà pris note de cette opportunité et un nombre croissant d'allocateurs manifestent un intérêt accru pour cette catégorie. La situation actuelle ressemble à la compression d'un ressort : les capitaux sortent, les prix diminuent et les évaluations baissent. Toutefois, la décompression du ressort se produira éventuellement, entraînant un rebondissement des prix des petites capitalisations. Nous avons observé certains de ces signes à la fin de l'année et anticipons d'autres mouvements positifs au cours des prochains trimestres.



⁴ Michael Hartnett, stratège chez Bank of America, a inventé le terme « Sept Magnifiques » pour désigner les entreprises technologiques dominantes. Ce groupe est composé des méga-capitalisations Apple (AAPL), Alphabet (GOOGL), Microsoft (MSFT), Amazon.com (AMZN), Meta Platforms (META), Tesla (TSLA) et Nvidia (NVDA).

Les gagnants du quatrième trimestre

Nous souhaitons mettre en lumière quelques titres qui ont connu une bonne performance au cours du dernier trimestre. En tête de liste, **Secure Energy Services (SES – 9,43 \$)**. Cette entreprise possède plusieurs sites permettant à ses clients de recycler, traiter, transformer et éliminer les déchets d'une manière sécuritaire et respectueuse de l'environnement. Nous suivons SES depuis plus d'une décennie et avons pris la décision d'investir dans ce titre au printemps dernier, lorsque son action a chuté à 6 \$ à la suite d'une décision négative du Tribunal canadien de la concurrence. Ce dernier a demandé la cession de 29 des 103 sites acquis par Secure dans le cadre de son acquisition de Tervita en 2021.

Nous avons déjà discuté de ce possible dénouement avec la direction et envisageons que SES pourrait être contrainte par les tribunaux à vendre ces sites. Bien que cela réduise les bénéfices de la société, obtenir un prix avantageux pour ces actifs serait bénéfique à plusieurs égards. D'une part, les liquidités provenant de la vente pourraient permettre à l'entreprise de rembourser la dette contractée lors de l'acquisition, réduisant ainsi ses charges d'intérêt. D'autre part, cela mettrait en évidence la sous-évaluation actuelle que les investisseurs attribuent à leurs actifs restants.

Dans notre modèle, une transaction de 850 millions de dollars ou plus aurait des retombées très favorables pour les actionnaires. De plus, lors de notre acquisition de l'action à 6 \$, notre perte potentielle était limitée par l'importance des flux de trésorerie disponibles qui soutenaient un dividende de 40 ¢ et un rendement de 6,7 %. En décembre, SES a annoncé avoir vendu les actifs mandatés par le Tribunal pour 1,15 milliard de dollars, obtenant ainsi un excellent prix. Le titre a enregistré une progression de 26 % au quatrième trimestre, contribuant positivement à nos rendements en 2023.

Un autre titre qui a marqué notre trimestre est **Napco Security Technologies (NSSC – 34,25 \$)**, que nous avons initialement mentionné dans notre [lettre du deuxième trimestre 2022](#). Napco se spécialise dans la fabrication de serrures commerciales, de systèmes d'alarme et de radios permettant la connexion des systèmes de prévention d'incendie. Avec des milliers de ces radios connectées au réseau cellulaire, une proportion croissante des revenus de Napco provient de ces frais de service récurrents à marge élevée. Cette caractéristique n'avait pas encore été pleinement reconnue par les investisseurs lorsque nous avons acheté le titre pour 18 \$ au T2 2022. Tout au long de l'année, NSSC a affiché de solides résultats et l'action a dépassé notre prix cible de 36 \$ en mars 2023. Fidèles à notre discipline, nous avons procédé à la vente de nos actions.

Lorsque nous avons la possibilité d'acquérir un titre à un prix avantageux, comme ce fut le cas avec NSSC au début de l'année 2022, la réaction du cours aux nouvelles positives/négatives et aux surprises penche en notre faveur. Tout au long de l'année 2022, les concurrents de Napco ont connu des difficultés liées à leur chaîne d'approvisionnement, et ce, au moment où Verizon abandonnait son réseau 3G. Ces facteurs ont engendré une hausse des ventes de NSSC plus rapide que prévue, entraînant par conséquent une augmentation du cours de l'action.

Cette évolution de l'évaluation du titre a modifié notre appréciation du risque. Étant donné que les investisseurs anticipaient une croissance fulgurante continue des ventes de Napco, toute fluctuation de son cours déjà élevé aurait été amplifiée, notamment en cas de mauvaise nouvelle inattendue. Dans ce contexte, à notre prix de vente, la marge de sécurité avait disparu.

En août 2023, lors de la publication de ses résultats financiers, l'entreprise a pris le marché par surprise en annonçant la nécessité d'une rectification comptable liée à des erreurs dans le calcul des stocks (inventaire) pour les trois trimestres précédents. À ce moment, l'action se négociait à 37 \$, ne laissant aucune marge d'erreur. Elle a subi une dépréciation significative, chutant finalement de 50 %. Avons-nous eu de la chance d'avoir vendu auparavant ? Oui et non. D'une part, cette information aurait pu être divulguée plus tôt, alors que nous détenions encore le titre, et aurait certainement réduit nos gains. D'autre part, la chute aurait été beaucoup moins prononcée, car la valorisation était alors beaucoup moins importante.

Comme à notre habitude lorsque nous avons des questionnements, nous avons pris l'initiative de contacter la direction. Nous recherchions des explications plus approfondies sur le problème comptable et, surtout, une compréhension des mesures à mettre en œuvre pour remédier à la situation. Les réponses fournies et les actions qui ont suivi ont satisfait nos attentes. Avec le cours du titre revenu à 18 \$, nous avons favorablement évalué le rapport risque/rendement à ce prix et avons décidé de réinvestir dans NSSC. Après un rapport trimestriel sans failles, l'enthousiasme des investisseurs a rapidement refait surface, propulsant le cours de l'action à une hausse de 80 % par rapport à notre prix d'achat !

Absence de prédictions infaillibles

En ce début d'année, les « experts » émettent leurs meilleures estimations quant à la direction que prendront les marchés en 2024. Rappelons qu'il y a un an, la plupart d'entre eux prédisaient une récession et des rendements anémiques pour l'année. Il y a seulement deux mois, en octobre, très peu d'entre eux anticipaient une reprise des bourses en fin d'année. Cela démontre une fois de plus qu'il est inutile de tenter de prédire la direction à court terme du marché. Cela dit, nous anticipons avec une forte conviction deux facteurs qui se contrebalanceront au cours de l'année à venir. D'une part, la fin probable de la hausse des taux d'intérêt aura un effet positif sur les actions (ce qui devrait accroître le ratio cours/bénéfices). D'autre part, le ralentissement de la croissance économique entraînera des conséquences négatives sur les actions (ce qui devrait réduire les bénéfices).

Comme toujours, l'investisseur doit analyser le prix payé et comprendre les attentes des autres investisseurs. Les petites capitalisations n'ont pas eu la cote pendant sept années consécutives (depuis 2016 !), et la plupart d'entre elles commencent donc l'année avec une barre plus basse à franchir. Éventuellement, cette catégorie regagnera sa popularité, et l'évaluation des titres qui la composent augmentera considérablement. Si nous payons un prix équitable pour d'excellentes entreprises gérées par des gestionnaires compétents, nous accroissons les probabilités de générer un bon rendement sur une longue période.

Au nom de toute l'équipe, nous vous souhaitons nos meilleurs vœux pour l'année à venir.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA
Partenaire
6 janvier 2024



Aaron Warnongbri
Partenaire

Performance annualisée du Composé Tonus Au 31/12/2023

	<i>Composé Tonus (Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
3 mois	9.1%	8.6%
6 mois	7.9%	6.9%
1 an	25.2%	13.6%
2 ans	13.9%	0.9%
3 ans	14.0%	7.4%
5 ans	12.9%	11.3%
10 ans	8.7%	9.1%
15 ans	11.3%	10.9%
Depuis la Création	10.3%	7.4%

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% indice canadien de grande capitalisation RT + 25% indice canadien de petite capitalisation RT + 25% indice américain de grande capitalisation RT (\$ CAD) + 25% indice américain de petite capitalisation RT (\$ CAD)

Le rendement total des indices américains 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 lien](#). 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.