

TROISIÈME TRIMESTRE 2023 – Revue du portefeuille

Cher-ère partenaire,

Voici la revue du portefeuille pour le troisième trimestre de 2023.

LA PERFORMANCE

Au cours du troisième trimestre de 2023, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **-1,1 %**. Cette année à ce jour, le Fonds a dégagé un rendement de **14,7 %**.

Depuis la création du Composé¹ Nord-Américain Tonus en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **9,9 %** comparativement à **7,0 %** pour l'indice de référence².

Revue du rendement trimestriel

Le troisième trimestre a débuté à l'image de la fin du précédent : les promesses de l'intelligence artificielle (IA) et l'optimisme vis-à-vis une baisse éventuelle des taux d'intérêt ont propulsé les indices à la hausse dans les marchés. Dans notre [lettre du deuxième trimestre](#), nous avons parlé de l'engouement pour les titres technologiques. Cette frénésie s'est poursuivie au début de l'été. Par la suite, la plupart des classes d'actifs ont connu un repli et tous les indices nord-américains ont enregistré des rendements négatifs au cours du trimestre.

Le scénario de l'atterrissage en douceur, tant espéré par les économistes, paraît de plus en plus incertain avec des taux d'intérêt s'approchant de 5 % pour les bons du Trésor américain et surpassant 4 % pour ceux du Canada. Comme nous sommes à la fin du cycle économique, les investisseurs s'attendent à une baisse prochaine des taux et plusieurs d'entre eux abaisseront leurs attentes à l'égard des taux de rendement anticipés pour les actifs risqués. De notre côté, les mouvements à court terme de ces taux sans risque n'ont jamais influencé le déploiement de notre capital, car ces changements n'affectent pas les rendements attendus de nos investissements. La spéculation entourant les décisions futures des banques centrales ne guidera pas nos choix d'investissement.

Comme toujours, nous continuons de protéger vos avoirs — la valeur du Fonds n'a fléchi que de 1 % au cours du troisième trimestre. Au moment d'écrire ces lignes, depuis le début de l'année, tous les indices (incluant les obligations) sont en baisse ou demeurent stables, à l'exception du S&P 500 (nous y reviendrons plus tard). Notre gain de **+15 %** depuis le début de l'année fait foi de l'efficacité de notre approche d'investissement axée sur la valeur intrinsèque des entreprises. Lorsque nous mettons la main sur des actions dont nous considérons la valorisation bonne ou

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

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

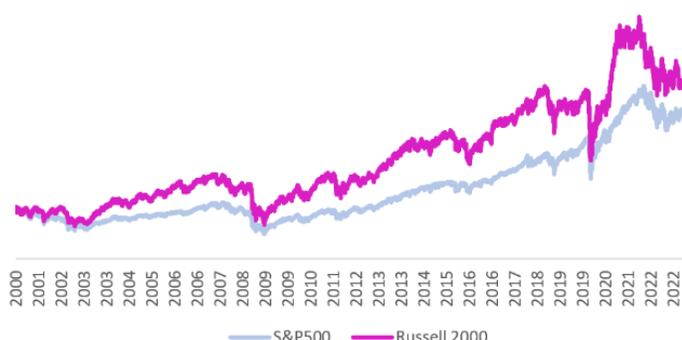
très bonne (autrement dit, des titres peu dispendieux), nous limitons le risque de perte et misons sur un gain potentiel important. Ce gain peut provenir d'une revalorisation à la hausse de l'action ou encore, comme nous l'avons vécu deux fois cette année (en plus de deux fois l'an dernier), du rachat de nos actions par un acquéreur. Le Fonds a connu un rendement positif malgré la prudence dont nous avons fait preuve dans nos choix d'investissement tout au long de l'année pour faire face à un environnement économique incertain.

S'en tenir aux valeurs sûres

Même si notre champ d'intérêt demeure les entreprises de petite et moyenne capitalisation (valeur boursière comprise entre 200 millions et 5 milliards de dollars), nous avons également connu du succès en investissant dans des sociétés de plus grande taille cette année. En effet, nos investissements dans **Dollarama (DOL – 93,58 \$)** et **Comcast (CMCSA – 44,34 \$)** se sont avérés particulièrement rentables en 2023 avec des hausses respectives de 27 % et 18 %. Nous nous sommes cependant tenus loin des titres technologiques de très grande capitalisation qui ont propulsé le S&P 500. Nous ne remettons pas en cause la qualité de leur modèle d'affaires, mais nous croyons que tout actif possède un juste prix. Or, il s'avère très difficile de déterminer ce prix quand les attentes de croissance sont aussi élevées dans le marché. La probabilité que le cours de ces actions baisse n'est pas nulle — l'ampleur de ces baisses potentielles est toutefois extrêmement difficile à quantifier.

Les investisseurs ont la mémoire courte. Ils ont tendance à oublier rapidement que les actions de croissance des grandes capitalisations ne génèrent pas toujours de bons rendements. Tel fut pourtant le cas aussi récemment qu'en 2022. Cela peut sembler difficile à croire aujourd'hui, mais, depuis 2000, les actions des petites capitalisations ont surperformé celles des grandes capitalisations d'environ 0,6 % par année !

Rendements des indices depuis 2000



Mais les investisseurs ne se détournent pas pour autant des titres de croissance. « L'avarice est comme le feu, plus on y met de bois, plus il brûle », comme le dit le proverbe. En fait, ils poursuivent une stratégie d'investissement dynamique ou « momentum », dont nous ne jugeons aucunement les mérites. Celle-ci consiste à suivre les tendances récentes dans le marché en achetant des titres déjà en hausse, anticipant qu'ils continueront de grimper. Comme les grandes capitalisations ont surpassé les petites au cours de huit des dix dernières années, ces investisseurs poursuivent de plus en plus cette tendance et se précipitent sur l'achat d'actions des méga-capitalisations.

L'argent continue donc d'affluer vers les mêmes titres que les investisseurs appellent désormais les « Sept Magnifiques », soit Alphabet (Google), Amazon, Apple, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia et Tesla. La mentalité de troupeau incite de nombreux investisseurs à acheter ces actions populaires, malgré leur prix élevé, puisqu'elles paraissent tirer profit des développements dans l'IA (notons au passage qu'une seule des sept entreprises connaît une croissance exceptionnelle de ses revenus cette année). La contribution de ces sept titres à la performance de l'indice est telle que, sans eux, le S&P500 aurait progressé d'un peu moins de 1,8 % cette année (au lieu de

13% incluant les méga-capitalisations), un rendement ce qui se rapproche de celui de la version équipondérée de l'indice, qui s'avère nul en 2023.

Ce contexte est propice aux investisseurs qui osent sortir des sentiers battus. Pour nous, cela signifie qu'il faut continuer de s'intéresser aux sociétés à petite et moyenne capitalisation dont les cotes sont beaucoup plus attrayantes. Historiquement, les grandes capitalisations de croissance et les petites capitalisations de valeur se négocient à des ratios cours/bénéfices similaires. Aujourd'hui, la divergence entre leurs valorisations est extrême : avec un gain de 25 % cette année, les grandes capitalisations se négocient désormais bien au-dessus de leur multiple historique, tandis que les petites capitalisations, en baisse de 30 % depuis leur sommet de 2021, se négocient bien en deçà. Bien qu'il y ait de nombreuses aubaines dans le marché, nous demeurons très sélectifs dans le déploiement de nos liquidités en raison de l'incertitude qui règne dans l'environnement macroéconomique. Nous recherchons des entreprises qui détiennent de solides flux de trésorerie disponibles et des avantages concurrentiels durables, et dont l'équipe de direction se concentre sur la création de valeur pour les actionnaires.

	Ratio Cours/Bénéfices Anticipés		
	Moyenne 20 ans	Maintenant	+/-
Grandes Caps	18.8x	24.4x	30%
Croissance			
Petites Caps	16.8x	14.1x	-16%
Valeurs			

Transactions du troisième trimestre

Ag Growth International (AFN – 53,24 \$), acheté au cours du trimestre, répond à nos critères recherchés. L'entreprise fabrique l'équipement nécessaire au stockage, au transport et à la transformation efficaces des denrées alimentaires à l'échelle mondiale. AFN profitera de la croissance à long terme de la production céréalière dans les régions autres que l'Amérique du Nord. Plusieurs pays rattrapent leur retard en modernisant leurs infrastructures afin de maximiser leur capacité et leur efficacité. Pour tirer parti de ces perspectives macroéconomiques favorables, AFN s'est lancée dans une stratégie d'acquisition agressive entre 2014 et 2020 afin d'élargir son offre de produits et d'étendre son empreinte géographique.

Les investisseurs ont d'abord adhéré à ce plan, ce qui fait grimper le cours de l'action. La détérioration des marges et l'augmentation de l'endettement ont toutefois miné leur enthousiasme initial. C'est dans cette posture loin d'être idéale que se trouvait l'entreprise au début de la pandémie, entraînant une chute de 50 % du titre.

Cependant, la pandémie et les goulots d'étranglement dans la chaîne d'approvisionnement mondiale ont amené de nombreux gouvernements à se pencher sur les besoins de leur pays en matière d'approvisionnement et de stockage des denrées alimentaires. La demande s'est donc fortement redressée et AFN connaît maintenant une belle croissance de ses ventes internationales. La nouvelle équipe de direction à la tête de l'entreprise poursuit un objectif clair : suspendre les acquisitions, améliorer les marges bénéficiaires en centralisant les achats et augmenter la production manufacturière.

Dans un contexte de demande croissante, nous anticipons une augmentation considérable des bénéfices et du flux de trésorerie disponible. Les sommes d'argent entrantes serviront à réduire la dette, ce qui augmentera la valeur de l'entreprise. L'action se négocie à une valorisation intéressante de moins de 10 fois les bénéfices. Ce multiple devrait augmenter d'ici le milieu de l'année prochaine, car les investisseurs apprécieront l'expansion soutenue des marges et la nette

amélioration du bilan. Avec la hausse des bénéfices, la valeur de l'action pourrait croître de manière considérable.

Au cours du trimestre, nous avons également vendu notre participation dans **Caleres (CAL – 28,76 \$)** avec un gain de 40 %. Cette entreprise, que nous vous avons présentée dans notre [lettre du 4T22](#), est l'un des meilleurs détaillants de chaussures familiales. Au moment de notre achat, le prix nous paraissait raisonnable étant donné la perspective prometteuse d'un maintien ou d'une augmentation des profits et une évaluation faible du titre, ce qui limite le risque d'un recul. Au cours des derniers mois, les investisseurs ont regagné confiance en la bonne gestion de l'entreprise propulsant ainsi la valeur du titre vers le haut.

Toutefois, nous croyons qu'une augmentation beaucoup plus élevée du prix de l'action ne sera pas linéaire, ce qui, selon nous, accroît le risque relativement aux gains futurs. Lorsque l'action a atteint 28 \$, à la suite d'une hausse rapide, nous avons jugé prudent d'encaisser nos profits et de remettre le titre sur notre liste de priorités. Nous avons peut-être laissé une partie du gain potentiel sur la table, mais le risque de baisse dans l'environnement actuel nous paraissait non négligeable. Nous surveillerons les prochaines évolutions en vue de saisir une occasion favorable de réacquiescer le titre.

Pas d'enrichissement sans risque

L'environnement actuel comporte de nombreuses incertitudes. L'économie est moins robuste qu'il y a un an et la hausse des taux d'intérêt a un impact sur la disponibilité du crédit et les décisions d'achat. De plus, les attentes vis-à-vis la croissance des bénéfices restent élevées pour 2024. Selon nous, les investisseurs accordent beaucoup trop d'importance à prédire la date précise d'une éventuelle récession plutôt que d'analyser l'ampleur du risque auquel leurs avoirs sont exposés. Comme nous l'avons déjà mentionné, investir en bourse se résume à comparer le prix actuel d'un titre par rapport au risque (relativement à l'attente des bénéfices anticipés).

Si vous ne voulez prendre aucun risque, détenez des liquidités ou de la dette gouvernementale à très court terme (remarquez, les obligations connaissent des rendements négatifs pour une troisième année consécutive et plusieurs réalisent qu'il s'agit aussi d'actifs risqués). Il est tout à fait envisageable de détenir des titres comportant une dose de risque au début d'une récession ; cela peut même s'avérer très rentable. Ce qui importe, c'est d'**être rémunéré adéquatement par rapport au risque encouru**.

Même si nous entrons dans une phase de ralentissement économique, nous analysons des investissements qui nous semblent moins vulnérables financièrement et, surtout, se négocient à des prix offrant un rendement intéressant à moyen terme. Par exemple, dans le secteur de la consommation discrétionnaire, plusieurs titres en forte baisse cette année possèdent des caractéristiques uniques et pourraient bénéficier d'un resserrement du portefeuille des consommateurs. Fidèles à nos habitudes, nous évitons les secteurs dispendieux du marché, en particulier les titres de croissance, et nous nous concentrons sur les sociétés qui se négocient en dessous de leurs évaluations historiques.

Selon Charlie Munger, le bras droit du célèbre gestionnaire de fonds Warren Buffet, « ce n'est pas dans l'achat et la vente que l'on gagne beaucoup d'argent, mais dans l'attente ». Ce dicton s'applique de deux manières à notre style de gestion. D'une part, nous comptons sur le rendement composé que procure un titre à long terme. D'autre part, nous faisons preuve de patience en attendant notre prix souhaité pour acheter un nouveau titre. Dans un marché volatil, qui compte de moins en moins d'investisseurs allouant des capitaux aux sociétés à petite et

moyenne capitalisation, il y a davantage d'erreurs dans les évaluations de ces titres. Les fluctuations importantes des cours boursiers permettent aux investisseurs patients, comme nous, de dénicher des placements attrayants. Notre stratégie reste donc la même : effectuer des recherches approfondies, comprendre le risque, et attendre un prix d'achat qui offre une perspective d'enrichissement suffisamment grande pour que nous acceptions d'en assumer le risque.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA
Partenaire
5 octobre 2022



Aaron Warnongbri
Partenaire

Rendements bruts annualisés du Composé Tonus Au 30/09/2023

	<i>Composé Tonus</i> <i>(Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
<i>3 mois</i>	-1.1%	-1.5%
<i>6 mois</i>	8.5%	-0.2%
<i>Cette année</i>	14.7%	4.6%
<i>1 an</i>	27.6%	11.2%
<i>3 ans</i>	18.1%	9.8%
<i>5 ans</i>	8.5%	6.6%
<i>15 ans</i>	10.0%	8.8%
<i>Depuis la création</i>	9.9%	7.0%

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.