

DEUXIÈME TRIMESTRE 2022 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Voici la revue du portefeuille pour le deuxième trimestre.

LA PERFORMANCE

Au cours du deuxième trimestre 2022, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **-10,1 %**. Cette année à ce jour, le Fonds a dégagé un rendement de **-13,5 %**.

Depuis la création du Composé¹ Nord-Américain Tonus en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **8,4 %** comparativement à **6,8 %** pour l'indice de référence².

Revue du portefeuille

Le dernier trimestre ne ressemble aucunement aux trimestres précédents : le pessimisme croissant des investisseurs a fait basculer les marchés. La plupart des actions, en particulier celles prisées par les boursicoteurs (dont plusieurs pourraient être qualifiés de spéculateurs), ont fortement chuté. Du coup, les marchés nord-américains ont reculé de plus de 15 % durant la période. Nous vous avons mentionné à maintes reprises que la croissance effrénée des titres technologiques non rentables n'était pas soutenable. La montée des taux d'intérêt aura finalement mis un frein à cette escalade.

Fidèles à notre approche, nous n'investissons généralement pas dans ces sociétés de croissance non rentables. Ainsi, lorsque la spéculation et la croissance sont en vogue, notre performance relative tend à être inférieure. Cependant, tous booms spéculatifs, par définition, ont une fin. Et c'est quand la bourse chute que nous brillons le plus : nous vous démontrons à vous, nos investisseurs, notre valeur ajoutée à long terme.

Plusieurs réalisent maintenant qu'investir en bourse n'est peut-être pas aussi facile qu'il n'y paraissait au cours des dernières années. Le simple fait d'acheter des actions des sociétés les plus populaires ne mène pas nécessairement à la fortune. Après une chute de plus de 20 % de leur valeur cette année, les indices américains sont désormais en territoire que l'on appelle « baissier ». Depuis le début de l'année, le NASDAQ, riche en titres technologiques, est en baisse de près de 30 %, et tous les secteurs boursiers, à l'exception de l'énergie, sont « dans le rouge ». Durant la première moitié de l'année, le S&P 500 a connu sa pire performance depuis

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

1970, tandis que l'indice Russell 2000 (petites capitalisations), lancé en 1984, connaît sa pire performance depuis sa création.

Dans un tel contexte, notre approche, axée sur l'acquisition d'entreprises dotées de modèles d'affaires de qualité et évaluées raisonnablement, a permis de protéger nos actifs. Bien que notre rendement soit négatif, nous n'avons pas lapidé votre capital. De plus, nous avons revu et ajusté la composition de notre portefeuille de manière à exploiter le rebond éventuel des marchés tout en nous assurant de minimiser notre prise de risque. Notre stratégie demeure la même : prendre des décisions sur la base de nos analyses approfondies afin de déterminer la valeur intrinsèque des entreprises. Nous connaissons bien les titres dans lesquels nous investissons : nous utilisons nos propres modèles pour estimer leur rentabilité selon divers scénarios économiques et conservons notre rigoureuse discipline d'achat pour limiter l'ampleur des pertes possibles.

Craintes inflationnistes

La forte baisse des marchés découle principalement de la certitude que les banques centrales priorisent désormais la lutte contre l'inflation. Les taux d'intérêt augmentent, entraînant une augmentation du coût du capital. En outre, la liquidité diminue et la moindre nouvelle (généralement négative) déclenche des fluctuations considérables. Face à une telle volatilité, tous les investisseurs, nous y compris, doivent mettre l'accent sur l'évaluation boursière des titres.

Nous simplifions cette évaluation en nous concentrant sur a) les bénéfices à long terme de l'entreprise et b) le multiple que les investisseurs paient pour ces bénéfices. Comme les entreprises réinvestissent une partie du capital excédentaire qu'elles dégagent, le bénéfice par action augmente naturellement au fil du temps, ce qui fait grimper le cours des actions à long terme. Cette trajectoire à la hausse peut toutefois bifurquer à l'occasion en raison d'un ralentissement économique et de l'inflation des coûts (la baisse des marges bénéficiaires). D'autre part, les titres se négocient historiquement à une valeur moyenne de 16,5 fois le bénéfice par action. Ce multiple fluctue en fonction de la croissance économique attendue, des taux d'intérêt et du sentiment des investisseurs.

Que se cache-t-il donc derrière la baisse de 25 % du marché cette année? Pour l'instant, elle est entièrement attribuable au retour à la moyenne du multiple du marché : atteignant 21,6 fois le bénéfice par action en début d'année, ce multiple se situe maintenant à 15,9 fois (-26%). Même si l'on ne sait pas exactement quand celui-ci touchera son creux, nous sommes plus près de ce moment qu'auparavant compte tenu des prix actuels. Dans le contexte inflationniste actuel, un nouveau recul du multiple demeure possible à court terme, mais nous croyons qu'il se maintiendra voire augmentera à plus long terme.

Cela nous amène à la deuxième variable qui entrera éventuellement en jeu : les profits comme pilier pour soutenir la valeur boursière des titres. À l'heure actuelle, les bénéfices attendus pour 2022 et 2023 sont légèrement au-dessus de la valeur prévue en début de l'année. Au premier trimestre, les profits des entreprises ont connu, en moyenne, une hausse de 3 % supérieure aux attentes. Selon nos récentes discussions avec de nombreux dirigeants d'entreprises, tout porte à croire que les résultats du deuxième trimestre seront aussi légèrement favorables.

Cependant, les récents indicateurs économiques montrent une détérioration de la demande et une augmentation des coûts pour les mois à venir. Les investisseurs s'appuyant sur ces

données ont rapidement revu leurs attentes afin de tenir compte de l'impact de la hausse fulgurante de l'inflation sur les bénéfices et, incidemment, sur le cours des titres.

Conséquences de l'inflation élevée

L'inflation élevée affectera la rentabilité des entreprises sur trois fronts. Premièrement, les coûts d'exploitation augmenteront. Depuis la fin de 2021, les coûts des matières premières et de la main-d'œuvre ont grimpé en flèche, ce qui entraîne une contraction des marges bénéficiaires. Deuxièmement, les consommateurs ont de moins en moins de revenus disponibles et leur confiance est ébranlée par les prix élevés de l'essence et des aliments. Par conséquent, ils essaieront de limiter leurs dépenses, ce qui affectera négativement les revenus et les bénéfices de plusieurs entreprises. Troisièmement, le coût du capital grimpera. La longue période durant laquelle les entreprises endettées jouissaient de crédit facilement disponible est révolue. Les coûts d'emprunt augmenteront et, du même coup, les bénéfices diminueront.

Dans un tel contexte, nous concentrons nos efforts sur les entreprises qui généreront des bénéfices et des flux de trésorerie pendant cette période de ralentissement voire de récession. Un bilan solide permettra à ces sociétés de profiter de cette période pour racheter leurs propres actions dépréciées ou réaliser des acquisitions stratégiques qui créeront de la valeur. Il est possible que leur cours baisse encore à court terme, mais nous croyons que leur valeur intrinsèque par action augmentera à long terme. En vertu de cette conviction, appuyée par nos propres modèles financiers, nous rachetons sans hésitation les titres que d'autres s'empressent de vendre au rabais.

La composition de notre portefeuille

Les cinq titres ayant les plus importantes pondérations dans notre Fonds possèdent les caractéristiques que nous recherchons dans ce contexte. Au cours du dernier trimestre, nous avons augmenté notre investissement dans **Comcast Corporation (CMCSA - 39,24 \$)**. Nous aimons cette entreprise parce que la plupart de leurs revenus proviennent des abonnements facturés mensuellement (Internet, câble et téléphone), un modèle qui a fait ses preuves lors des récessions précédentes. Comcast continue de racheter ses actions, en plus de verser un dividende offrant un rendement de 2,7 %.

Dollarama (DOL – 74,12 \$) devrait également tirer son épingle du jeu, car les consommateurs cherchent les aubaines et les articles bon marché en période de crise. Lors de la grande récession de 2008, les ventes de magasins comparables ont bondi de 7 %. Nous nous attendons à ce que leur rendement reste solide au cours des prochains trimestres.

Nous avons également bonifié notre participation dans le titre **Sleep Country Canada (ZZZ - 24,02 \$)** au T2. Même si le ralentissement macroéconomique pourrait entraver la croissance des ventes, le prix actuel de l'action, en baisse de 30 % depuis le début de l'année, offre un rapport risque-rendement fort intéressant. Selon notre analyse pour 2022, l'action se négocie à 8 fois les bénéfices attendus, soit la moitié de sa valorisation historique. Si nous adoptons des hypothèses très négatives pour 2023, nous estimons que l'entreprise pourrait quand même générer un profit de 1,75 \$ par action.

Par ailleurs, nous pouvons faire preuve de patience avec cette entreprise : son bilan sans dette garantit la pérennité du dividende qui offre aux investisseurs un rendement de 3,7 %. À long

terme, nous sommes convaincus que son potentiel de rentabilité n'est pas altéré. À court terme, la valeur par action augmentera puisque Sleep Country rachète au bas prix actuel le maximum d'actions permis par la réglementation. Enfin, nous ne serions pas surpris que des fonds de placements privés rôdent actuellement autour de Sleep Country. En 2008, de tels fonds se sont associés pour mettre le grappin sur l'entreprise, offrant du coup une prime de 40 % aux actionnaires. On ne s'attendrait à rien de moins cette fois-ci.

Notre quatrième titre en importance est **Vivid Seats (SEAT - 7,47 \$)**, une plateforme d'échange de billets pour les événements sportifs et les concerts. Les perspectives à court terme restent très favorables dans l'environnement « post-COVID ». Le public est avide d'expériences, les groupes partent en tournée et les événements sportifs attirent des foules record. De surcroît, l'histoire nous révèle que les ralentissements économiques ont peu d'impact sur le nombre de spectateurs aux événements sportifs, un fait particulièrement pertinent en ce moment. En 2008 et 2009, par exemple, les équipes de ligues sportives majeures (NFL, NBA) ont vu le nombre de spectateurs chuter de seulement 2 %.

Les opérations de Vivid demeurent très rentables et son bilan est sein. L'entreprise a la capacité d'ajuster facilement ses dépenses afin de protéger ses marges et possède une encaisse de 50 millions de dollars. De plus, afin d'augmenter la valeur intrinsèque par action de l'entreprise, les dirigeants ont déployé une partie de leur capital vers le rachat des bons de souscription³ en circulation. Au prix actuel, cette décision pourrait créer beaucoup de valeur pour les actionnaires.

Enfin, **Napco Security Technologies (NSSC - 20,59 \$)**, un titre nouvellement ajouté au portefeuille au T2, compte déjà parmi nos cinq principaux titres en raison de son fort rendement depuis notre achat à un prix opportun. Napco fabrique de l'équipement utilisé dans les systèmes d'alarmes et de sécurité (solution de verrouillage). En 2017, la société a innové en offrant à leurs clients, les installateurs commerciaux, la possibilité de vendre une connexion mensuelle lors de l'installation des systèmes. Du coup, Napco génère des revenus de service récurrents et prévisibles. Lorsque nous avons rencontré la direction en 2018, ce pivot dans le modèle d'affaires a attiré notre attention puisqu'il diminue la volatilité des revenus. Nous pensons que Napco a maintenant plus de 400 000 systèmes d'alarme connectés générant chacun des frais de service mensuels à marge élevée.

De plus, au cours de la dernière année, plusieurs des concurrents de Napco ont connu des difficultés avec leur chaîne d'approvisionnement. Grâce à son bilan sans dette, Napco a profité de l'occasion pour racheter de l'inventaire et gagner des parts de marché. L'entreprise bénéficiera également de la mise hors service des réseaux 3G plus tard cette année; une mise à jour sera requise pour de nombreux systèmes d'alarme. Ces facteurs feront sans doute doubler le nombre d'unités en service, augmentant les revenus et faisant gonfler le BIIAA qui pourrait atteindre un taux record.

Enfin, les dirigeants s'apprêtent à introduire le même modèle dans leur division de serrures et sécurité. Bien qu'à un stade naissant, ce changement a le potentiel d'augmenter davantage les revenus récurrents. Les facteurs macroéconomiques ne devraient donc pas avoir d'impact sur les activités de Napco.

³ Les bons de souscription donnent le droit, et non l'obligation, d'acheter des titres supplémentaires de la société émettrice à un prix fixe et dans un délai préétabli. Ils diluent habituellement les actionnaires de la société.

Garder la vision à long terme

La bulle a finalement éclaté pour les investisseurs à la recherche de gains immédiats qui doivent maintenant mettre de côté une décennie d'apprentissage. La formule récompensant la prise de risque est chose du passé. De notre côté, notre approche, ancrée sur nos analyses et nos évaluations, nous permettra de trouver encore plus d'occasions d'investissements intéressantes dans les mois à venir.

Nous continuerons (encore plus dans ce contexte) de baser nos décisions sur les bénéfices et les flux de trésorerie des titres que nous analysons. L'inflation bat son plein, mais nous savons que les forces économiques (normalisation des chaînes d'approvisionnement, ralentissement de la demande excédentaire) exerceront des pressions normales qui finiront par la contenir⁴.

Éventuellement, les investisseurs changeront de discours et commenceront à regarder au-delà du cycle actuel de resserrement monétaire. Plutôt que d'essayer de prédire précisément le creux du marché, nous préférons examiner, pour chacun des titres que nous analysons, le gain potentiel vis-à-vis le risque de perte. Ainsi, nous cernons les entreprises qui survivront voire prospéreront pendant le ralentissement sans perdre de vue la rentabilité anticipée lors du retour à des conditions économiques normales.

Nous avons identifié de nombreux titres dont le cours pourrait augmenter significativement. Afin de maximiser notre rendement (ajusté en fonction de la prise de risque), nous considérons seulement les entreprises avec un risque de pertes négligeable à long terme. Jusqu'à présent, nous avons bien résisté au déclin du marché et nous continuerons de protéger notre capital tout en recherchant un rendement respectable dans le futur.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA
9 juillet 2022

⁴ À titre d'exemple, le prix du blé avait fortement augmenté en mars lorsque la guerre en Ukraine a commencé. Il a bondi de 70 %, passant de 8 \$ le boisseau à plus de 13 \$ le boisseau. Les forces économiques ont joué leur rôle et, le 14 juillet, le prix était de retour sous la barre des 8 \$ le boisseau.

Performance annualisée du Composé Tonus Au 30/06/2022

	<i>Composé Tonus (Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
3 mois	-10.1%	-15.5%
6 mois	-13.5%	-16.0%
1 an	-17.3%	-11.8%
3 ans	7.6%	7.5%
5 ans	2.2%	7.1%
10 ans	9.0%	10.2%
Depuis la Création	8.4%	6.8%

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.