

TROISIÈME TRIMESTRE 2024 – Revue du portefeuille

Cher-ère partenaire,

Nous sommes heureux de vous faire parvenir notre revue du portefeuille pour le troisième trimestre de 2024.

LA PERFORMANCE

Au cours du troisième trimestre de 2024, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **6,5 %**. Cette année à ce jour, le Fonds a dégagé un rendement de **26,5 %**.

Depuis la création du Composé¹ Nord-Américain Tonus en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **11,4 %** comparativement à **8,1 %** pour l'indice de référence².

Revue du rendement trimestriel

Notre Fonds a maintenu sa croissance positive au cours du troisième trimestre, affichant un rendement brut de +6,5 %. Notre gain de 26 % depuis le début de l'année 2024 porte notre taux de rendement brut composé sur cinq ans à un robuste +19 % par an. Nous sommes ravis de cette performance réalisée alors que les actions à petite capitalisation ont fortement sous-performé. Malgré un excellent mois de juillet pour cette catégorie, son rendement de 9 % depuis le début de l'année fait pâle figure face à la performance de 18 % obtenue par les grandes capitalisations sur la même période. Les petites capitalisations retrouveront éventuellement leur attrait. Bien que nous ne puissions prédire avec précision le moment de ce revirement, notre portefeuille en sortira fort probablement gagnant.

Prudence et discipline

Deux facteurs principaux expliquent le niveau de trésorerie plus élevé avec lequel nous entamons le dernier trimestre de l'année. D'une part, nous avons récemment cédé certains investissements ayant enregistré d'importants gains et atteint notre estimation de leur pleine valeur, notamment **PlayAGS (AGS – 11,39 \$)**, **Napco Security Technologies (NSSC – 40,46 \$)** et **Powell Industries (POWL – 221,99 \$)**. Nous avons également réduit notre pondération dans **Dollarama (DOL - 138,54 \$)** et **CECO Environmental Corp (28,20 \$)**. Ces deux titres ont connu une forte appréciation en 2024 et nous estimons que le potentiel d'accroissement supplémentaire par rapport au risque de baisse est désormais moins favorable qu'en début d'année.

D'autre part, dans le contexte de la hausse des marchés cette année, de nombreuses sociétés que nous avons ciblées ont vu leur valorisation atteindre un niveau où le rapport risque-

¹ Une description complète du Composé Tonus est disponible en page 4

² Une description complète de l'indice de référence et ses rendements historiques sont disponibles en page 4

rendement est devenu, selon notre analyse, défavorable. À mesure que le cours d'un titre s'apprécie, les attentes de croissance future augmentent également. Actuellement, l'indice S&P 500 se négocie à un multiple de 21,5 fois les bénéfices anticipés pour 2025, comparativement à sa moyenne historique de 19 fois. De surcroît, les analystes tablent sur une croissance des bénéfices de 15 % par rapport à ceux de 2024.

Dans un contexte économique marqué par une hausse du chômage, une faible confiance des consommateurs et un repli du secteur manufacturier, une telle progression des bénéfices l'année prochaine n'est pas impossible, mais elle serait remarquable. Les investisseurs misent sur le fait que les baisses successives des taux directeurs de la Réserve fédérale américaine (et de la Banque du Canada) seront suffisantes pour stimuler l'expansion économique et assurer le délicat, mais très attendu, atterrissage en douceur de l'économie.

Notre approche d'investissement ne consiste ni à anticiper les fluctuations à court terme des marchés ni à formuler des prédictions macroéconomiques précises. Nous observons les données et tirons des conclusions générales sur l'économie à partir de nos discussions approfondies avec diverses équipes de direction. Bien que ces observations influencent légèrement nos décisions, notre objectif, lorsqu'il s'agit d'investir vos capitaux, consiste à identifier des titres offrant un fort potentiel de croissance à long terme et s'échangeant à un prix qui minimise le risque de perte. Plus la valorisation (le prix) d'un titre est élevée, plus les attentes du marché sont grandes et, par conséquent, plus le risque que nous assumons s'accroît.

La hausse des valorisations boursières, conjuguée à la solide performance de notre fonds, a récemment mené à une prédominance des ventes sur les achats dans notre stratégie d'investissement. Compte tenu de notre niveau de trésorerie plus haut qu'à l'habitude, nous débutons donc le quatrième trimestre avec une approche plus défensive qui reflète notre volonté d'atténuer le risque. Même si nous faisons preuve de prudence, nous restons attentifs aux opportunités d'investissement, particulièrement dans un marché boursier caractérisé par la volatilité. Toutefois, nous demeurerons sélectifs et n'amorcerons l'acquisition de nouvelles positions que si le gain potentiel nous paraît substantiel au regard du risque encouru.

Un exemple *Real* (réel)

L'acquisition du titre de **Real Matters (REAL – 9,15 \$)** lors du dernier trimestre illustre parfaitement notre stratégie d'investissement sélective. Au cours des deux dernières décennies, REAL a développé une plateforme technologique innovante au service des institutions financières. Avant d'accorder un prêt hypothécaire, les institutions prêteuses exigent une évaluation immobilière indépendante ainsi qu'une recherche sur le registre foncier.

REAL agit à titre d'intermédiaire en agrégeant ces demandes et en les distribuant à un vaste réseau de milliers d'évaluateurs immobiliers et de notaires. Grâce à sa plateforme, l'entreprise optimise le processus de souscription des prêts hypothécaires et standardise la collecte des données pour les institutions financières. REAL s'est imposé comme le leader incontesté dans ce domaine, comptant parmi ses clients toutes les grandes banques canadiennes et américaines qui utilisent son réseau étendu.

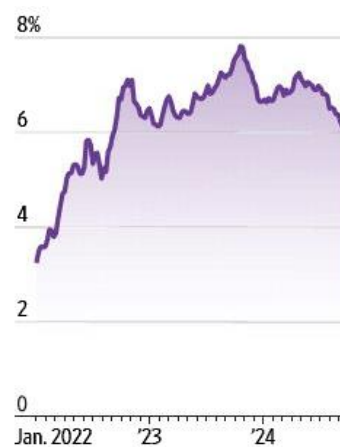
Nous avons commencé à nous intéresser à REAL en 2020 lorsque les taux hypothécaires avaient atteint des niveaux historiquement bas, entraînant une vigoureuse augmentation des volumes de transactions immobilières et, du même coup, une hausse significative des bénéfices de

l'entreprise. Bien que les résultats financiers fussent impressionnants, nous étions conscients du caractère potentiellement éphémère de cette performance liée à une situation exceptionnelle.

Peu de temps après, le marché immobilier a connu un fort ralentissement pour deux principales raisons a) le prix élevé des maisons a chassé plusieurs acheteurs hors du marché et b) les transactions de refinancement hypothécaire, particulièrement avantageuses aux États-Unis en période de baisse des taux, ont cessé brusquement, les taux ayant atteint un plancher historique. Cette conjoncture a entraîné une chute significative des revenus pour REAL, avec le déclin des volumes d'activités hypothécaires passant de leur sommet de 13 millions à seulement 4 millions l'année dernière.

Au cours du trimestre, la situation de marché a ravivé notre intérêt pour REAL. Nous avons donc analysé ses perspectives en profondeur, notamment en rencontrant les dirigeants de REAL à deux occasions. Nous pensons que le pire est désormais derrière eux. La récente baisse des taux par rapport à leur pic de l'année précédente laisse présager une reprise des transactions hypothécaires, ce qui devrait se traduire par une hausse des revenus et des bénéfices. De plus, durant cette période de repli, REAL a continué d'investir dans l'amélioration de sa plateforme technologique, tandis que ses concurrents luttent pour leur survie. La faillite de deux de ses principaux rivaux a permis à REAL d'accroître sa part de marché au moment même où nous observons une amélioration de l'environnement macroéconomique.

Tableau 1 - Taux moyen pour une hypothèque à taux fixe 30 ans



Source: Freddie Mac

La rentabilité de notre investissement ne dépend pas d'un retour des volumes de prêts hypothécaires à leur sommet historique de 2021, ni même à leur moyenne de 9 millions par an. Par rapport aux 4 millions de transactions prévues en 2024, nous estimons qu'une hausse des volumes à 6 millions annuellement permettrait à REAL de dégager des profits dépassant 50 millions de dollars américains. Selon ce scénario, nous croyons que le cours de l'action pourrait doubler par rapport à notre prix d'achat de 7 \$.

Notre équipe s'agrandit

Nous poursuivons activement notre quête d'occasions d'investissement prometteuses au Canada et aux États-Unis. L'environnement actuel, caractérisé par un désintérêt des gestionnaires de portefeuille pour les petites et moyennes entreprises, crée un terrain propice à notre approche d'investissement. La faible couverture analytique de ces titres accroît la volatilité de leur cours. Contrairement à certains observateurs qui associent cette volatilité à un risque élevé, nous la percevons plutôt comme vecteur d'opportunités intéressantes, notamment des titres sous-évalués dont le potentiel de croissance est souvent négligé par les investisseurs.

Afin d'hausser nos chances de dénicher la perle rare, nous améliorons et agrandissons sans cesse notre liste de cibles potentielles. À cet égard, nous sommes heureux de vous annoncer l'expansion de notre équipe. En septembre, nous avons accueilli Faiçal Al Alawi à titre d'analyste à temps plein; il vient de compléter avec brio le cours d'investissement dispensé par Philippe à l'Université Concordia. Son arrivée renforce notre capacité de recherche et d'analyse, nous permettant d'examiner un éventail plus large de titres. En « retournant plus de pierres », selon

l'adage, nous augmentons considérablement nos possibilités de découvrir de nouveaux investissements avantageux, alignés avec notre stratégie de création de valeur à long terme.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA
Partenaire
9 octobre 2024



Aaron Warnongbri
Partenaire

Rendements bruts annualisés du Composé Tonus Au 30/09/2024

	<i>Composé Tonus</i> <i>(Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
<i>3 mois</i>	6.5%	8.0%
<i>Cette année</i>	26.5%	18.5%
<i>1 an</i>	37.9%	28.7%
<i>3 ans</i>	17.1%	8.4%
<i>5 ans</i>	19.3%	12.1%
<i>10 ans</i>	10.4%	10.1%
<i>15 ans</i>	12.8%	10.7%
<i>Depuis la création</i>	11.4%	8.1%

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.