

PREMIER TRIMESTRE 2023 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Voici notre revue du portefeuille pour le premier trimestre 2023.

LA PERFORMANCE

Au cours du premier trimestre 2023, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **5,7 %**. Au cours des douze derniers mois, le Fonds a dégagé un rendement brut de **13,8 %**.

Depuis la création du Composé¹ Nord-Américain Tonus en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **9,7 %** comparativement à **7,2 %** pour l'indice de référence².

Revue du portefeuille

En ce début d'année, notre fonds a connu une bonne performance affichant un rendement supérieur à 5 % pour un troisième trimestre consécutif. Les indices boursiers ont également augmenté principalement en raison du rebond de certains titres technologiques et titres de croissance qui se remettent de leur piètre performance de -30 % en 2022. Notons que seulement trois titres ont contribué à la moitié de la croissance du S&P 500 au cours du premier trimestre. L'indice équilibré, qui représente le mieux la performance du marché en général, n'a progressé que de 2 %. Au cours des 12 derniers mois, notre fonds est en hausse de 13,8 % comparativement à -5,5 % pour les indices nord-américains.

Par crainte de manquer le bateau en ce début d'année, les investisseurs se sont rués vers les entreprises phares du secteur technologique sans tenir compte des évaluations onéreuses de ces titres. Comme la composition des indices est basée sur la capitalisation boursière de ses constituants, les stratégies d'investissement passives canalisent l'argent vers les mêmes grandes entreprises, sans égard à leur performance financière ou leur évaluation boursière, accentuant du même coup les fluctuations de prix de ces titres. Bien qu'avantageuse en période de croissance, ce phénomène accentue dramatiquement les pertes dans un marché en baisse.

Ruée bancaire

Les événements marquants du trimestre sont sans aucun doute les faillites de certaines banques américaines et le sauvetage in extremis de Crédit Suisse en Europe. Même si les

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

² Une description complète de l'indice de référence est disponible en page 5

banques constituent généralement une part importante du portefeuille d'un investisseur de type valeur, nous ne détenions aucuns titres bancaires au début de la crise puisque nous jugions les risques trop élevés dans ce secteur. L'exode des déposants de la Silicon Valley Bank (SVB) représente la première conséquence importante des fortes hausses de taux d'intérêt de l'année dernière. Il met en évidence le pari risqué fait par de nombreuses banques qui ont fortement misé sur les obligations gouvernementales à long terme. La valeur de ces obligations a chuté l'année dernière lorsque la Réserve Fédérale a haussé les taux d'intérêt.

La dégringolade du secteur bancaire a évidemment piqué notre curiosité. À la lumière de nos lectures des rapports financiers de la SVB, nous avons déterminé que l'ajustement de son portefeuille d'investissements à la juste valeur marchande anéantissait tous ses capitaux propres. Autrement dit, le passif de la banque était supérieur à son actif (un bilan inversé). Nous avons examiné plusieurs autres banques qui se trouvaient dans une situation similaire. Dans ces circonstances, le sort des investisseurs repose sur la prémisse que les déposants ne retireront pas leur argent. Malheureusement, les nombreux investisseurs pris au dépourvu n'ont tout simplement pas fait leurs devoirs, soit celui de prendre le temps d'analyser les états financiers de leurs investissements (par exemple, le bilan inversé de SVB date de septembre 2022).

Tel n'est pas notre cas. La lecture des états financiers fait partie intégrante de notre processus d'analyse. Nous passons au peigne fin les rapports réglementaires avant de prendre une décision d'investissement. Nous avons récemment passé au crible les états financiers de certaines institutions bancaires et demeurons inconfortables quant aux risques sous-jacents, en particulier la qualité des prêts bancaires. Par conséquent, nous chercherons à tirer profit de la dislocation actuelle en nous tournant vers d'autres titres du secteur financier que nous considérons moins risqués.

Jefferies Financial Group (JEF – 31,74 \$) représente une telle alternative. Bien qu'elle se définisse comme une *banque*, Jefferies est une *banque d'investissement*; elle ne prend donc pas de dépôts et ne prête pas d'argent aux particuliers. Ses *banquiers* agissent en tant que conseillers dans le cadre de fusions, d'acquisitions et d'opérations de restructuration, et son segment de courtage vend et négocie des actions et des obligations. Essentiellement en raison de sa classification boursière dans le secteur financier, le cours de son action a chuté de 16 % en mars. Nous avons donc saisi l'occasion d'acquérir le titre pour moins de 30 \$, soit un prix inférieur à la valeur comptable tangible de 31,51 \$ par action.

Comme elle l'a fait par le passé, nous pensons que Jeffries profitera des perturbations actuelles pour gagner des parts de marché et éventuellement acquérir des actifs en détresse à des prix avantageux. Lorsque les marchés retrouveront une certaine stabilité, Jeffries devrait obtenir un bon rendement des capitaux propres, ce qui, selon nous, propulsera l'action à son sommet antérieur. En attendant, nous sommes heureux d'encaisser un dividende offrant un rendement de 4 %.

L'acquéreur acquis à son tour

L'un des faits saillants de notre premier trimestre est l'offre d'achat d'**Uni-Sélect Inc. (UNS - 46,60 \$)** par LKQ. À titre de rappel, Uni-Sélect distribue des pièces automobiles et de la peinture aux ateliers de réparation et de carrosserie. Nous avons commencé à acheter des actions UNS il y a un an pour en faire progressivement l'une des plus importantes positions de notre portefeuille. Nous nous attendions à ce que les pressions inflationnistes stimulent les

résultats financiers et à ce que la nouvelle équipe de direction profite d'un bilan en meilleure santé pour procéder à des acquisitions stratégiques. Les bons résultats au cours de la dernière année ont fait grimper le cours de l'action. Notre gain s'est bonifié en février lorsque LKQ, une compagnie américaine spécialisée dans les pièces de rechange, a proposé l'achat d'UNS à 48 \$ par action.

Nous espérons un multiple de rachat légèrement plus élevé, mais il s'agit tout de même d'une prime adéquate dans le climat actuel. Nous avons l'intention de voter en faveur de l'acquisition par LKQ. Au moment où nous écrivons ces lignes, le cours de l'action se situe toujours près de 46 \$. Nous conservons donc nos actions et pourrions même en racheter puisque l'escompte relativement au prix proposé offre un rendement de 8 % d'ici la date de clôture (selon notre estimé) de la transaction. Il s'agit d'un rendement attrayant en cette période difficile pour les marchés.

Nous avons profité d'une situation similaire plus tôt cette année. **Summit Industrial Income REIT (SMU - 23,50 \$)**, une fiducie axée sur la gestion de propriétés industrielles au Canada, a reçu une offre d'acquisition de la part de GIC, le fonds souverain de Singapour. Le gouvernement canadien avait approuvé la transaction et le financement était en place de sorte que l'entente ne pouvait pratiquement pas échouer. Toutefois, les investisseurs américains qui possédaient des parts ont choisi de les vendre avant la clôture de la transaction afin d'éviter des pénalités fiscales liées à l'impôt pour les investisseurs étrangers. Nous avons acheté leurs actions et les avons conservées pendant 12 jours pour finalement réaliser un gain annualisé de 37 % !

Marge de sécurité

Dans notre lettre du quatrième trimestre, nous avons abordé le thème de l'investissement axé sur la valeur d'un point de vue pratique, soit la manière dont nous effectuons la rotation des actions dans notre portefeuille, et d'un point de vue philosophique, soit la manière dont nous comparons le cours d'un titre relativement à la marge de sécurité en période d'effervescence. Quatre de nos titres détenus à la fin de l'année dernière ont atteint leur pleine valeur estimée (selon nos prévisions) au cours du premier trimestre. Conformément à notre discipline d'investissement, nous les avons vendus. Nous ne pouvions justifier de les conserver compte tenu de la forte hausse de leurs cours entraînée par l'enthousiasme des investisseurs envers leurs perspectives de croissance.

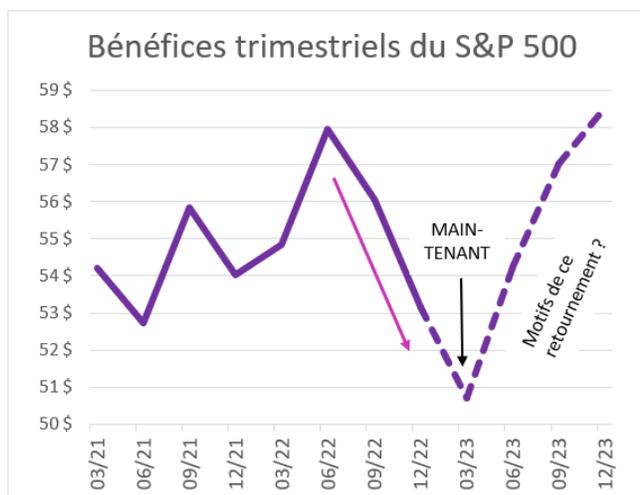
Cela dit, nous avons remis ces titres de qualité sur notre liste de souhaits. Si leurs prix baissent et leur valeur intrinsèque demeure la même, nous envisagerons certainement de les racheter car nous avons confiance en notre méthodologie. Nous adoptons différentes approches pour déterminer un ratio risque/rendement adéquat dans notre quête d'investissements. Tout d'abord, nous recherchons des prix attrayants relativement à des attentes raisonnables à l'égard de la croissance des bénéficiaires. Par ailleurs, il nous arrive aussi de trouver une marge de sécurité confortable dans des titres comme Summit Industrial, mentionné précédemment. À d'autres moments, nous utilisons une approche fondée sur l'évaluation de la somme des parties. En fin de compte, la « valeur » existe sous de nombreuses formes et c'est pourquoi nous sommes constamment à l'affût des nouvelles occasions qui se présentent.

Faire preuve de prudence

Les attentes des investisseurs ont commencé à fléchir ces derniers temps (la croissance estimée des bénéfices pour le S&P 500 en 2023 est passée de +6 % à +1 %). Toutefois, elles

nous paraissent encore exagérées. Plusieurs des équipes de gestion avec qui nous avons discuté ont exprimé leur optimisme quant à un rebond au second semestre sans néanmoins être en mesure de justifier les motifs de ce retournement.

De plus, nous observons de nombreuses contradictions dans l'environnement actuel. D'une part, les analystes prévoient une croissance des bénéfices entre le premier et le second semestre de l'année pour TOUS les secteurs du marché alors que de nombreux économistes prédisent une récession ou, au mieux, un ralentissement économique. D'autre part, tous les espoirs sont de nouveau tournés vers le champion attendu du marché, soit le secteur des technologies de l'information. Et ce, malgré les récentes annonces de licenciements massifs et autres opérations de contrôle des coûts faites par plusieurs entreprises de ce secteur. Nous croyons que ces mesures ont pour but de maintenir les bénéfices plutôt que de les augmenter de manière significative. Nous savons également que la réduction des dépenses de l'entreprise A entrainera nécessairement des pertes de revenus pour l'entreprise B. Pour toutes ces raisons, nous considérons les perspectives de croissance économique peu reluisantes.



Sur une base anecdotique, au fil du trimestre, plusieurs entreprises ont dit ressentir la montée de nouvelles pressions risquant d'affecter négativement leur chiffre d'affaires. Nous anticipons donc des hypothèses de croissance plus conservatrices, voire négatives, au cours de l'année. Ces changements seront cruciaux car la révision des attentes dicte, ultimement, le cours des actions. **Les investisseurs de style valeur comme nous préconisent les titres envers lesquels les attentes de croissance et de profitabilité sont faibles.** Une révision à la baisse des prévisions de certaines entreprises au cours des prochains mois créera nécessairement de nouvelles opportunités d'investissement où nous pourrons puiser.

En plus des attentes agressives des investisseurs, notre prudence découle des évaluations actuelles du marché. Même si le ratio cours/bénéfice du S&P 500 a reculé par rapport à son sommet, il demeure élevé avec un multiple de 18,2x. Celui-ci est nettement supérieur à sa moyenne historique de 15,5x et se situe dans le 81e percentile sur une période de 40 ans. Les bonnes affaires se font rares et les investisseurs doivent être patients dans l'attente de fluctuations de prix offrant la marge de sécurité désirée. Le marché des petites capitalisations pourrait à nouveau connaître une plus grande volatilité, ce qui génèrera de meilleures opportunités. Notons que le multiple des bénéfices de l'indice S&P SmallCap 600 est beaucoup moins élevé (13,3x) et proche de sa moyenne historique. Dans les mois à venir, Nous examinerons à la fois les grandes et les petites capitalisations mais attendrons des prix raisonnables pour limiter notre risque de perte vu l'impact potentiel des incertitudes économiques sur les bénéfices.

En conclusion, nous ignorons combien de temps il faudra pour que l'économie et les marchés subissent les contrecoups de la hausse des taux d'intérêt. Plusieurs périodes analogues nous viennent à l'esprit, mais l'une d'entre elles se distingue particulièrement. L'éclatement de la bulle technologique entre 2001 et 2003 a coïncidé avec le début d'une période pluriannuelle de

surperformance pour les titres de valeur, particulièrement les petites capitalisations. Benjamin Graham, le père de l'investissement axé sur la valeur, disait que **la recherche d'un rendement adéquat dépend du contexte dans lequel ce rendement est obtenu**. Notre performance positive au cours d'une année désastreuse comme 2022 en témoigne. Comme nous l'avons mentionné lors de notre appel aux investisseurs en janvier, pendant la majeure partie de la dernière décennie, l'environnement était propice aux titres de croissance. Au cours de cette période, nous avons connu des rendements convenables, mais avons de la difficulté à nous distinguer tout en maintenant une prise de risque raisonnable. Nous croyons que la situation actuelle est beaucoup plus propice à notre approche et pourrait nous permettre de rayonner durant une longue période.

Sincèrement



Philippe Hynes, CFA
Partenaire
11 avril 2023



Aaron Warnongbri
Partenaire

Performance annualisée du Composé Tonus Au 31/03/2023

	<i>Composé Tonus (Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
<i>3 mois</i>	5.7%	4.8%
<i>6 mois</i>	17.6%	11.4%
<i>1 an</i>	13.8%	-5.5%
<i>3 ans</i>	23.0%	19.6%
<i>5 ans</i>	7.7%	8.4%
<i>10 ans</i>	9.1%	10.0%
<i>Depuis la Création</i>	9.7%	7.2%

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.