

DEUXIÈME TRIMESTRE 2024 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Nous sommes très heureux de vous faire part de notre revue du portefeuille pour le deuxième trimestre.

LA PERFORMANCE

Au cours du deuxième trimestre 2024, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **0,8 %**. Cette année à ce jour, le Fonds a dégagé un rendement de **18,7 %**.

Depuis la création du Composé¹ Nord-Américain Tonus en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **11,2 %** comparativement à **7,8 %** pour l'indice de référence².

Revue du portefeuille

Notre fonds affiche un rendement de 1 % au deuxième trimestre. Bien que relativement modeste, notre performance a légèrement surpassé celle des marchés nord-américains. Depuis le T2 2023, notre fonds a connu un rendement de 28 % année sur année, ce qui élève notre taux de rendement annuel composé à 17 % pour les cinq dernières années (vous trouverez en page 5 de plus amples détails sur les rendements historiques du fonds). Pour les six premiers mois de 2024, notre fonds est en hausse de +19 %, soit plus du double de la performance des marchés. Nous avons surpassé les principaux indices de référence, y compris le prédominant S&P 500.

Nos résultats sont d'autant plus impressionnants que seulement 18 % des gestionnaires de fonds ont battu le S&P 500 cette année, un taux historiquement très bas. De surcroît, une poignée de méga-capitalisations dans le domaine de la technologie et de l'intelligence artificielle ont propulsé cet indice, un segment du marché dans lequel nous ne détenons actuellement aucun investissement. Fait intéressant, près du tiers du rendement du S&P 500 découle de la performance remarquable d'un seul titre : Nvidia.

Afin d'obtenir une vue plus complète de l'ensemble du marché, nous préférons analyser la performance du S&P500 équipondéré (pondération identique pour chacune des 500 compagnies). Celui-ci a progressé de 4,1 % pour les six premiers mois de l'année, un rendement similaire aux indices de titres de petites capitalisations. Comme nous l'avons mentionné dans nos lettres précédentes, notre fonds se concentre principalement sur les petites capitalisations, une classe d'actif qui a connu une période de sous-performances ces

¹ Une description complète du Composé Tonus est disponible en page 5

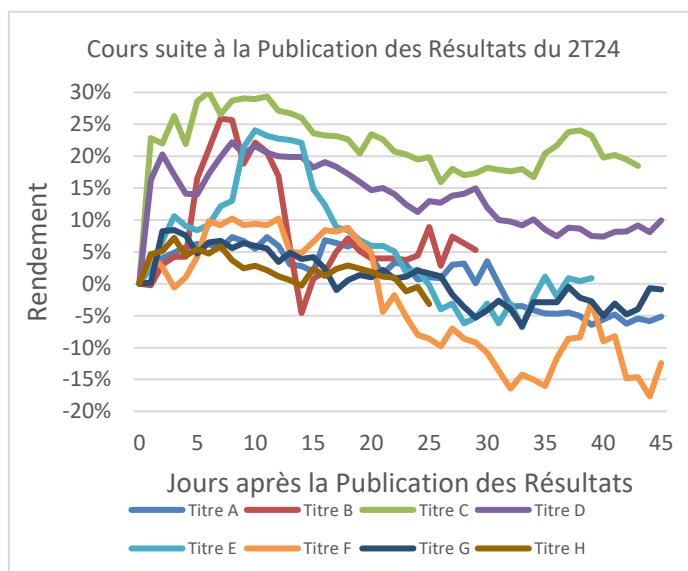
² Une description complète de l'indice de référence et ses rendements historiques sont disponibles en page 5

dernières années. Cette dernière connaîtra éventuellement un retour en force et nous devrions grandement profiter.

Dynamique de marché

Même si la valeur d'une entreprise sera déterminée à long terme par la croissance de ses bénéficiaires, l'offre et la demande (le nombre d'investisseurs intéressés par l'achat ou la vente d'actions) influenceront également le prix d'un titre à court terme. Comme la plupart des investisseurs boudent actuellement les petites capitalisations, le nombre d'acheteurs a diminué. Par conséquent, nous avons constaté à plusieurs reprises durant le trimestre écoulé une hausse substantielle du cours après de la publication des bénéfices de l'entreprise, pour ensuite voir une partie ou la totalité de ce gain disparaître dans les semaines suivantes.

Le graphique ci-joint illustre ce phénomène à partir de huit titres que nous détenons. Au jour de la divulgation de leurs bons résultats, le cours de leurs actions respectives s'est apprécié de 8 % à 30 %. Ces titres ont par la suite perdu une partie de leurs gains au cours des 40 jours suivants. Même si elle s'avère frustrante, cette dynamique crée également des opportunités d'achat intéressantes lorsque les cours se découplent des fondamentaux (profitabilité et croissance de l'entreprise). Malgré ces fluctuations marquées à court terme, si nos titres continuent d'atteindre des sommets et des creux plus élevés, nos rendements demeureront favorables à long terme.



Pourquoi ne vendons-nous pas une action dont le prix augmente après la publication de ses résultats ? Parce que nos thèses d'investissement reposent sur un horizon à long terme plutôt que sur la spéculation d'un petit gain à court terme. De fait, même après un rebond rapide du cours, nous conservons habituellement nos titres, car nous jugeons qu'ils se négocient toujours à un prix offrant un rendement potentiel intéressant. Si nous privilégions des transactions visant à sécuriser des profits modestes à court terme, nous risquerions de manquer des opportunités de gains beaucoup plus substantiels à plus long terme.

Un voyage opportun

Le moment de notre voyage dans le sud des États-Unis en avril n'aurait pu être mieux choisi. Nous avons hâte de visiter **PlayAGS (AGS – 11,50 \$)**, un fabricant de terminaux et de tables de jeux basé au Nevada. Lors de notre achat en 2023, nous anticipions que leurs investissements effectués au cours des années précédentes commenceraient à porter leurs fruits. Après avoir attiré des ingénieurs hautement qualifiés et augmenté considérablement son budget de recherche et développement (R&D), l'entreprise dévoilait un nouveau terminal l'an dernier : le Spectra43. Ce produit a rapidement grimpé au sommet des ventes de l'industrie, un

exploit impressionnant si l'on considère que les deux principaux concurrents de AGS ont des ventes (et des budgets de R&D) dix fois plus importantes.

En plus d'une accélération de la croissance du chiffre d'affaires, nous nous attendions à une augmentation de la valeur de l'action lorsque les flux de trésorerie permettraient une réduction du levier financier de l'entreprise. À notre prix d'achat de 5,55 \$, l'action se négociait à seulement 5x le BAIIA ; une légère augmentation de la rentabilité combinée à une réduction de la dette suffirait à faire grimper le prix de l'action.

Notre visite de la salle d'exposition de PlayAGS nous a permis de mieux comprendre les améliorations apportées à leurs terminaux. De plus, nous avons discuté avec des membres de la direction et confirmé que nous partagions le même point de vue quant à leurs priorités pour le déploiement des liquidités. Puisque l'action se négociait toujours à un prix inférieur à notre juste valeur estimée, nous avons acheté davantage d'actions à 8,89 \$. Quelques semaines plus tard, l'entreprise a reçu une offre d'achat au prix de 12,50 \$, soit 97 % au-dessus de notre coût moyen.

Au cours de ce même voyage, nous avons assisté à une foire commerciale afin d'améliorer notre compréhension d'un achat décrit dans notre [lettre du deuxième trimestre 2022](#) : **Napco Security Technologies (NSSC – 51,95 \$)**. En participant à de tels événements, nous avons l'occasion de bonifier notre analyse de la stratégie d'entreprise et de ses états financiers. Nous en profitons pour nous entretenir avec divers acteurs du secteur, notamment des clients, des fournisseurs, des concurrents et des employés de l'entreprise qui ont habituellement peu ou pas de contact avec les investisseurs. Par exemple, nous souhaitions discuter avec des compétiteurs afin de mieux cerner le positionnement concurrentiel de Napco. Non seulement les commentaires positifs recueillis ont accru notre confiance envers l'entreprise, mais nous sommes également revenus de ce salon de la sécurité de Las Vegas avec une nouvelle idée d'investissement.

Intelligence Artificielle (IA)

Lors d'un récent événement professionnel, nous avons reçu la demande de fournir une image illustrant notre vision actuelle du marché. Comme la majorité des investisseurs ne jurent que par l'intelligence artificielle ces derniers temps, nous avons décidé de générer notre image à l'aide d'un LLM (grand modèle de langage comme ChatGPT, par exemple). Nous souhaitions que l'image véhicule trois messages liés à notre philosophie d'investissement.

Premièrement, nous constatons que la majorité des investisseurs ont tendance à suivre les stratégies récemment performantes, concentrant ainsi leurs investissements cette année dans des titres liés à la technologie et à l'intelligence artificielle.



Deuxièmement, bien que l'image ne le représente pas clairement, nous souhaitons illustrer le sentiment d'isolement ressenti par les investisseurs adoptant une approche axée sur la « valeur » dans le segment des petites capitalisations. Malgré nos rendements élevés ces derniers temps, cette catégorie d'actifs a considérablement sous-performé par rapport aux grandes capitalisations. Nous sommes convaincus qu'il y aura éventuellement un retour du balancier, ce qui devrait produire un effet bénéfique sur nos rendements.

Troisièmement, nous avons généré l'image à l'aide de l'IA pour illustrer notre ouverture aux avancées technologiques. Loin d'ignorer cette révolution, nous sommes attentifs aux nouvelles opportunités d'investissement qu'elle engendre. Cependant, notre sous-pondération actuelle en titres technologiques s'explique par le risque inhérent aux attentes extrêmement élevées des investisseurs dans ce secteur. Il s'avère d'ailleurs difficile de trouver aujourd'hui un titre lié à l'intelligence artificielle que nous qualifierions comme sous-évalué.

L'exercice de génération de cette image nous a démontré que, bien que révolutionnaire, l'IA est encore loin de pouvoir remplacer le travail humain pour de nombreuses tâches. L'image finale est loin de celle que nous avons en tête au début du processus. Avec l'aide d'experts, nous avons tenté de l'améliorer à plusieurs reprises, mais, à chaque fois, nous avons constaté les limites actuelles des divers LLM utilisés.

Notre exercice rudimentaire de création d'une image ne se vise en aucun cas à sous-estimer l'IA. Nous sommes pleinement conscients qu'il existe des modèles bien plus sophistiqués et puissants qui s'attaquent (ou s'attaqueront) à la résolution des problèmes d'une importance considérable. Cette expérience peu convaincante nous a toutefois ouvert les yeux. De nombreuses entreprises dépensent actuellement des milliards de dollars pour bâtir l'infrastructure de l'intelligence artificielle. Si les rendements exceptionnels ne sont pas au rendez-vous, la vitesse de déploiement de la technologie – et du capital – pourrait ralentir significativement. Dans un contexte d'attentes déjà élevées, il s'agit d'un risque d'investissement non négligeable.

Notre approche

Au deuxième trimestre 2023, nous avons partagé notre opinion sur un nouvel investissement : **HP Inc (HPQ – 35,02 \$)**. Une partie de notre analyse reposait sur l'anticipation que l'IA conduirait à une nouvelle génération d'ordinateurs personnels dotés d'une puissance supérieure et, par conséquent, plus dispendieux. Sa position dominante dans le segment des imprimantes lui assurant une solide base de revenus, HPQ pourrait renforcer cette base grâce à la croissance de l'IA.

Le marché a commencé à reconnaître cette dynamique cette année. Nous sommes satisfaits des premiers résultats obtenus. Cet achat représente un bon exemple d'une entreprise bénéficiant potentiellement de la croissance de l'IA et se négociant à une valorisation attrayante.

Soyez assurés que nous resterons à l'affût des nouvelles tendances tout en préservant notre rigueur d'investissement. Bien qu'il existe diverses approches pour générer des rendements boursiers attrayants, nous continuerons à appliquer notre méthode éprouvée. Celle-ci consiste à identifier des entreprises de qualité, souvent sous-estimées ou méconnues du marché, et à les acquérir lorsque leur valorisation offre une marge de sécurité significative.

Notre stratégie allie prudence et potentiel de croissance, en cherchant à limiter le risque de baisse tout en capitalisant sur les opportunités de hausse. Nous continuerons de prendre nos décisions sur la base d'analyses approfondies et à faire preuve de patience – une approche qui s'avère payante sur le long terme.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA
Partenaire
10 juillet avril 2024



Aaron Warnongbri
Partenaire

Performance annualisée du Composé Tonus Au 30/06/2024

	<i>Composé Tonus (Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
3 mois	0.8%	0.8%
6 mois	18.7%	9.7%
1 an	28.0%	17.3%
3 ans	13.7%	5.5%
5 ans	17.2%	10.6%
10 ans	9.6%	9.1%
15 ans	13.0%	11.0%
Depuis la Création	11.2%	7.8%

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% 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.