

Cher·ère partenaire,

Nous sommes heureux de vous faire parvenir notre revue du portefeuille pour le quatrième trimestre 2022.

LA PERFORMANCE

Au quatrième trimestre, le rendement brut du **FONDS PARTENAIRES TONUS** a été de **11,3 %**. Cette année à ce jour, le Fonds a dégagé un rendement net de **3,5 %**.

Depuis la création du Composé¹ en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **9,4 %**. En comparaison, le rendement annualisé de l'indice de référence² durant cette période est de **7,0 %**.

Une excellente fin d'année

Dans des conditions normales de marché, les investisseurs qualifieraient de décevant un rendement annuel de +3,5 % pour un fonds d'investissement comme le nôtre. Cependant, dans une année comme 2022, où nous avons vu le prix des actifs s'effondrer de 10 %, 20 % et voire plus, réussir non seulement à protéger notre capital mais aussi à dégager un léger rendement s'avère plus que satisfaisant. En fait, notre fonds s'est classé dans le premier quartile de toutes les stratégies d'actions nord-américaines et s'est classé deuxième au classement canadien du Conseil des Gestionnaires en Émergence dans la catégorie des stratégies traditionnelles. Notre fonds a connu une excellente performance au cours du dernier trimestre. La valeur de l'unité a bondi de 11 %, ce qui nous a permis d'obtenir un rendement de 20 % au second semestre!

L'année qui se termine démontre la force de notre style d'investissement axé sur la valeur. Nous investissons dans des entreprises saines dirigées par des gestionnaires compétents, mais seulement lorsque leurs actions sont sous-évaluées par le marché. Nous obtenons ainsi une marge de sécurité dans l'éventualité de la dégradation de certaines variables internes ou externes. Autrement dit, plus le prix d'achat est bas, moins d'argent peut être perdu. Voilà exactement ce que nous avons connu au cours de la dernière année : une détérioration de l'environnement économique, une flambée inflationniste et une augmentation des taux d'intérêt entraînant, par le fait même, une hausse du coût du capital. Notre portefeuille a extrêmement bien navigué dans ces eaux troubles grâce, en grande partie, à la marge de sécurité inhérente à notre approche d'investissement, à notre processus d'analyse structuré et à notre discipline rigoureuse d'achat et de vente de titres.

Investissement axé sur la valeur

Des circonstances comme celles de 2022 nous permettent d'apprécier pleinement l'investissement axé sur la valeur. Cette stratégie de nature moins spectaculaire suscite généralement peu d'intérêt dans la population parce qu'elle produit rarement des résultats

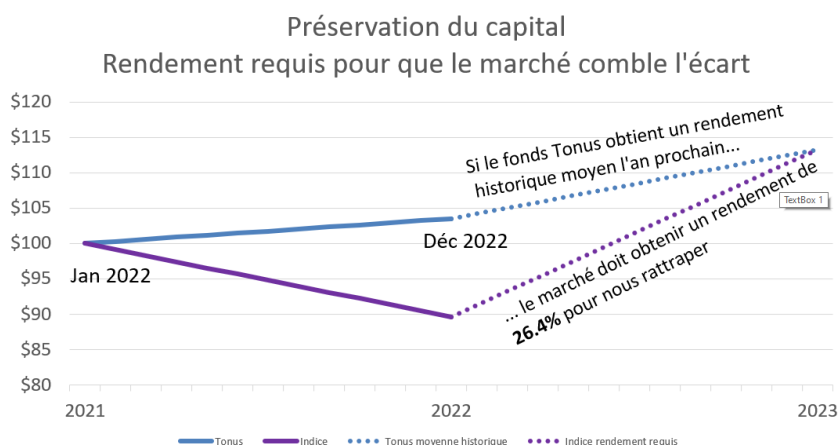
¹ Une description complète du Composé Tonus est disponible en page 6.

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

époustouffants. En revanche, l'investissement axé sur la croissance retient toute l'attention du public (pour les bonnes et mauvaises raisons) car il obtient périodiquement des rendements extrêmes (positifs ou négatifs). Cela dit, la plupart des investisseurs calculent leurs résultats sur un horizon de placement à long terme. Leur stratégie d'investissement devrait donc être centrée sur les deux éléments nécessaires à la création de richesse : la préservation du capital et le rendement composé sur plusieurs années. Le marché a d'ailleurs démontré à maintes reprises que l'investissement axé sur la valeur était la voie à suivre pour atteindre ces objectifs. Les rendements sont peut-être moins spectaculaires, mais ils se révèlent plus efficaces pour réaliser de la valeur au fil du temps.

Mettons les choses en perspective. Notre équipe débute l'année 2023 avec l'intention d'accroître la valeur unitaire du fonds, alors que la plupart des gestionnaires de fonds cherchent à décrocher de forts rendements pour simplement récupérer les pertes de la dernière année ! Tel qu'illustré dans le graphique ci-joint, assumant que nous obtenions un rendement comparable à

notre moyenne des 15 dernières années, l'indice de référence (ou le fonds moyen) aura besoin d'un rendement sensationnel de +26 % cette année pour nous rattraper. Pour citer le très célèbre investisseur Warren Buffett : « Règle numéro 1 : Ne jamais perdre d'argent. Règle numéro 2 : Ne jamais oublier la règle numéro 1. »



Depuis le lancement de notre stratégie en 2007, le marché a connu un rendement négatif au cours de cinq années durant lesquelles le rendement relatif de notre portefeuille a dépassé en moyenne de 10,1 % celui de l'indice de référence. Nous avons même obtenu un rendement positif au cours de trois de ces cinq années. Notre philosophie d'investissement repose sur cette capacité à faire fructifier le patrimoine de manière constante au fil du temps sans subir de pertes majeures irrécupérables.

Rendements lors d'années négatives pour l'indice de référence			
	Tonus	Indice	Rend. Relatif
2007*	2.0%	-4.3%	6.3%
2008	-4.0%	-29.6%	25.6%
2011	3.8%	-5.7%	9.5%
2018	-11.7%	-6.7%	-5.0%
2022	3.5%	-10.4%	13.9%
* portion d'année			Moyenne rend. Relatif 10.1%

Bilan d'une année (très) chargée et active

Au cours d'une année normale, le taux de roulement de notre portefeuille, c'est-à-dire le pourcentage des titres que nous vendons ou achetons, atteint en moyenne 33 %. Comme nous détenons habituellement 20 à 25 titres différents, nous en remplaçons environ sept annuellement. 2022 n'avait rien d'une année normale; nous avons été beaucoup plus actifs qu'à notre habitude afin de profiter de la volatilité du marché. Notre portefeuille comptait 24 titres en début d'année. Nous ne détenions que la moitié de ceux-ci à la fin de l'année. La privatisation de trois sociétés (IBI Group, Houghton Mifflin et Recipe Unlimited) nous a permis de récolter de belles primes. Notre gestion active nous a conduits à ajouter 10 nouvelles compagnies dotées d'un modèle d'affaires de meilleure qualité et/ou d'une évaluation boursière inférieure. Tant que l'incertitude

persiste, la volatilité demeurera élevée et le prix des actions continuera de fluctuer amplement, ce qui crée des occasions intéressantes pour les « sélectionneurs de titres »³ comme nous. Dans un tel contexte, attendez-vous à ce que nous demeurions très actifs.

En janvier dernier, nous avons réitéré notre optimisme envers les petites capitalisations puisque nous nous attendions à un rebond à la suite de leur moins bonne performance en 2021. Par conséquent, nous avons conservé une grande part de ces titres dans notre portefeuille au début de 2022. Mais ce n'est pas la source de notre excellente performance puisqu'ils ont de nouveau sous-performés en 2022 (par une marge plus faible qu'en 2021). Nous continuons néanmoins de croire que cette catégorie obtiendra de meilleurs rendements dans les années à venir compte tenu de leur valorisation actuelle beaucoup plus attrayante.

En avril, nous avons partagé nos inquiétudes quant aux risques que pose l'inflation pour notre portefeuille et la manière dont nous comptons nous en protéger. Dans un environnement de hausse des taux d'intérêt, nous avons décidé de nous tourner vers des entreprises dont a) le modèle d'affaires permet d'augmenter les prix pour refiler la hausse des coûts aux clients, b) le bilan financier affiche peu ou pas de dettes, et c) l'évaluation du titre en bourse est raisonnable. Ces choix se sont avérés judicieux.

En juillet, nous avons mis l'accent sur les bénéfiques et la valorisation. Le prix des actions avait considérablement baissé et le pessimisme était à son comble chez les investisseurs. Il fallait demeurer rationnel : évaluer la baisse des cours par rapport à la profitabilité anticipée dans un environnement économique normal. Dans ces circonstances, nous avons sélectionné individuellement certains titres plutôt que d'investir passivement dans le marché en général. Une volatilité élevée nous offre un meilleur terrain de jeu.

Enfin, en octobre, nous avons souligné l'importance de rester dans la course pour tirer profit de la hausse des marchés à long terme. En dépit des perspectives économiques peu encourageantes à court terme, le cours des actions reflétait déjà ces mauvaises nouvelles dans le cas de nombreux titres. Nous n'avons pas tenté l'impossible, soit de prédire le moment où le marché atteindrait son creux. Nous avons plutôt conservé plusieurs de nos titres tout en apportant quelques modifications pour accroître la qualité de notre portefeuille. Au bout du compte, le quatrième trimestre, avec son rendement de 11 %, fut le septième meilleur trimestre de notre histoire.

Trouver chaussure à son pied

Parmi les changements apportés au quatrième trimestre, nous avons acquis un nouveau titre : **Caleres (CAL - 22,28 \$)**. Jadis connue sous le nom de Brown Shoe Company, l'entreprise opère une chaîne de magasins de chaussures au détail (Famous Footwear) et détient plusieurs marques de chaussures emblématiques (par exemple, Allen Edmonds et Naturalizer).

L'attrait principal de ce titre provient de son évaluation. Notre prix d'achat de 22 \$ représente un modeste multiple de 5,5 fois notre modélisation de leurs bénéfices normalisés. Nous croyons que le marché ne reconnaît pas les améliorations apportées à leur structure de coûts durant la pandémie, principalement la fermeture des magasins non rentables. Cette décision a mené à

³ Notre traduction libre de l'expression « stockpicker » en anglais qui signifie celui qui choisit les titres susceptibles de dépasser les attentes du marché et dans lesquels un fonds investira.

l'augmentation des marges d'exploitation d'environ 500 points de base (5 %). Nous sommes persuadés que la compagnie maintiendra son bénéfice par action au-dessus de 4 \$ dans l'avenir.

De plus, les investisseurs ne comprennent pas bien le positionnement de l'entreprise par rapport aux grandes marques nationales comme Nike. Les détaillants de chaussures devront bientôt faire face à une importante menace : les marques favoriseront de plus en plus la vente directe aux consommateurs. Ce risque touche principalement les articles à prix plus élevés car ils peuvent absorber les frais adjacents comme le transport. Caleres n'offre pas cette catégorie de produits. Nous sommes d'avis que les marques continueront à utiliser des partenaires de vente au détail pour leurs produits d'entrée de gamme, soit le pain et le beurre de CAL.

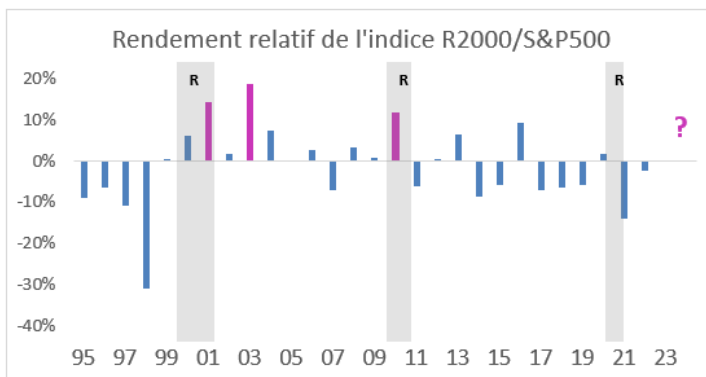
Enfin, dans un monde idéal, Caleres réussirait à augmenter les ventes croisées entre ses magasins et ses marques générant ainsi une croissance significative des bénéfices. Aujourd'hui, ces ventes ne représentent que 6 % des ventes en magasin. Si elles atteignaient 10 % voire 20 %, cela améliorerait à la fois les revenus et les marges bénéficiaires. Cela dit, notre prix d'achat nous offre une marge de sécurité suffisante si ces hypothèses sont trop optimistes.

Regard sur un avenir incertain

En ce début d'année, nous gardons le cap sur la recherche de valeur, autrement dit, la recherche d'aubaines. L'économie mondiale subit des pressions de toutes parts : inflation, coût du capital, rapatriement de la production, levier financier, etc. Ces risques sont toutefois connus des investisseurs qui les ont déjà pris en compte en abaissant la valeur des bourses mondiales de 20 % ou plus par rapport à leur sommet. Dans un tel contexte, notre travail consiste à évaluer cette baisse de prix par rapport aux fluctuations à court terme et aux opportunités à long terme.

Il y a désormais davantage de titres qui répondent à nos critères d'investissement. Nous continuerons donc d'analyser nos avoirs et de les comparer aux nouveaux titres sur notre liste de souhaits. Nous avons l'option de vendre certains de nos investissements qui ont bien résisté aux baisses de la dernière année afin d'acheter des titres devenus beaucoup plus attrayants.

Par ailleurs, nous conservons de l'encaisse en vue de tirer profit rapidement de perturbations atypiques et temporaires qui pourraient se produire dans le marché actuel. La plupart du temps, ces perturbations affectent davantage les évaluations de notre catégorie de prédilection, soit les **actions à faible capitalisation** (entreprises valant entre 100 millions et 5 milliards de dollars). Comme le montre le graphique ci-joint, il s'agit de



la classe d'actifs à privilégier lors de la reprise du marché suite à une récession. Les deux plus récentes années durant lesquelles les petites capitalisations ont surpassé de plus de 10 % les grandes capitalisations sont 2010, après la grande récession de 2008-2009, et 2003, après l'effondrement de la bulle technologique de 2001-2002.

Il s'avère impossible pour quiconque de savoir précisément quand le marché atteindra son creux. Par conséquent, nous nous en tenons à notre approche éprouvée, soit analyser soigneusement

les investissements. Nous faisons comme toujours preuve de patience et de discipline afin de minimiser le risque de baisse lors de l'achat et de la vente de nos titres qui ont atteint leur pleine valeur. De plus, nous restons à l'affût de baisses de prix inattendues et temporaires.

Malgré des perspectives économiques peu reluisantes en 2023, il importe de se rappeler que le marché demeure toujours axé vers l'avenir. Nous connaissons sans doute dans les prochains mois des révisions des bénéfices, de nouvelles hausses des taux d'intérêt et un ralentissement économique. Mais tôt ou tard, les investisseurs tourneront leur attention vers 2024 et au-delà. Notre fonds, grâce à notre approche de gestion active et notre concentration dans les actions de petites capitalisations, tirera profit du rebond éventuel du marché.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA
Partenaire
6 janvier 2023



Aaron Warnongbri
Partenaire

Performance annualisée du Composé Tonus Au 31/12/2021

	<i>Composé Tonus</i> <i>(Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
3 mois	11.3%	6.3%
6 mois	19.7%	6.7%
1 an	3.5%	-10.4%
2 ans	8.7%	4.5%
3 ans	12.3%	7.5%
5 ans	5.3%	7.0%
10 ans	9.9%	10.3%
Depuis la Création	9.4%	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.