

## PREMIER TRIMESTRE 2024 – Revue du portefeuille

Cher·ère partenaire,

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

### LA PERFORMANCE

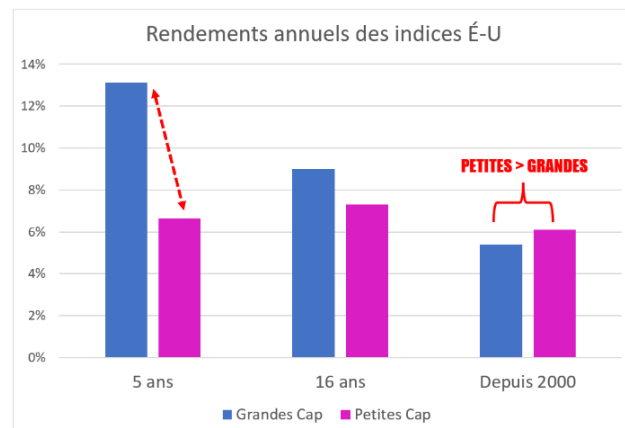
Au cours du premier trimestre 2024, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **17,9 %**. Au cours des douze derniers mois, le Fonds a dégagé un rendement brut de **39,5 %**.

Depuis la création du Composé<sup>1</sup> Nord-Américain Tonus en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **11,3 %** comparativement à **7,9 %** pour l'indice de référence<sup>2</sup>.

### Revue du portefeuille

Nous sommes ravis d'annoncer que nous avons clôturé le meilleur premier trimestre depuis la création du Fonds Tonus Partenaires, avec un rendement de **+18 %**. Depuis un an, il affiche une croissance remarquable de **+39 %**. Nos résultats sont d'autant plus impressionnants étant donné le désintérêt actuel de la plupart des investisseurs pour les petites et moyennes capitalisations, qui constituent la principale composante de notre portefeuille. Par exemple, l'indice Russell 2000, représentant les petites capitalisations, n'a enregistré qu'une hausse de 5 % au cours du premier trimestre 2024.

Au cours des cinq dernières années, les grandes capitalisations ont été très prisées par les investisseurs, leur rendement trimestriel surpassant celui des petites capitalisations lors de 14 des 20 derniers trimestres. Toutefois, sur un horizon plus étendu, la tendance est différente. Depuis les débuts de Tonus il y a 16 ans, la performance des grandes entreprises n'a dépassé celle des petites que dans 54 % des trimestres. Plus surprenant encore, **depuis le début du siècle, les petites capitalisations connaissent de meilleures performances que les grandes**. En effet, un investissement de 100 \$ en 2000 dans le S&P 500 (grandes capitalisations) et le Russell 2000 (petites capitalisations) vaudrait respectivement 357 \$ et 420 \$ aujourd'hui.



<sup>1</sup> Une description complète du Composé Tonus est disponible en page 6

<sup>2</sup> Une description complète de l'indice de référence est disponible en page 6

Les investisseurs sont actuellement influencés par les performances exceptionnelles des mégacapitalisations durant les cinq dernières années, ce qui biaise leur perception. En revanche, nous adoptons une vision plus holistique du marché et gardons la discipline et la rigueur qui nous ont permis d'obtenir nos rendements positifs.

## À la recherche d'actifs sous-évalués

Comme vous le savez, notre stratégie d'investissement nous permet d'explorer un large éventail d'actions, qu'elles soient de grande ou de petite capitalisation. Nous laissons les valorisations et les opportunités inhérentes à chaque titre orienter nos recherches. Dans notre quête de nouveaux titres, nous nous efforçons, tout comme d'autres investisseurs, de dénicher de bonnes affaires (de bons *deals*) en acquérant des actifs à des prix inférieurs à leur juste valeur. Pour nous, cela implique la découverte d'actions qui sont passées inaperçues (trop petites pour attirer l'attention des grandes institutions) ou qui sont mal comprises (les investisseurs ne saisissent pas pleinement le modèle d'affaires ou le potentiel de croissance des bénéfices de l'entreprise).

Pour déceler de telles erreurs temporaires dans l'évaluation, il est judicieux d'explorer les zones négligées par d'autres. Un acheteur accroît ses chances de repérer une maison sous-évaluée sur le marché en cherchant dans les quartiers moins prisés. Moins il y a d'acheteurs, plus les occasions d'obtenir un bon prix sont nombreuses. En reprenant l'analogie immobilière, les petites capitalisations sont actuellement comparables aux « quartiers impopulaires », car la majorité des investisseurs se concentrent uniquement sur les grandes capitalisations à la mode. Les fonds à petite capitalisation attirent très peu d'argent, donc de moins en moins d'investisseurs s'y intéressent, ce qui signifie moins d'analyses des sociétés dans ce segment.

L'hypothèse du marché efficient, avancée pour la première fois par Samuelson et Fama en 1965, suggère que les marchés financiers intègrent toutes les informations pertinentes dans les cours actuels des actions. Bien que cette théorie semble mieux s'appliquer aux grandes capitalisations (en raison du plus grand nombre d'investisseurs, de transactions, donc d'ajustements des prix), nous constatons de plus en plus d'exemples (d'anomalies) qui remettent en question son application aux petites capitalisations.

Ces anomalies temporaires peuvent persister quelques minutes, quelques semaines voire quelques trimestres, et sont souvent exacerbées lors de la publication des résultats financiers des entreprises. Dans ce contexte, tous les trois mois, notre équipe de recherche analyse les rapports publiés par toutes les entreprises détenues dans notre fonds (ainsi que de nombreuses autres figurant sur notre liste de souhaits). En plus de comparer les revenus et les bénéfices publiés avec nos prévisions internes, nous évaluons si le rapport, ainsi que les commentaires de la direction, modifie (à la hausse ou à la baisse) notre estimation de la valeur intrinsèque à long terme de l'entreprise.

Habituellement, les résultats trimestriels sont immatériels par rapport à la création de valeur à long terme que nous recherchons. Néanmoins, lorsque les marchés ouvrent à 9 h 30, nous devons avoir une opinion actualisée sur la valeur de l'entreprise et le prix auquel nous serions prêts à acheter ou vendre. Dans la plupart des cas, nous n'agissons pas. Le marché ajuste le prix de l'action en fonction des nouvelles informations publiées et ce mouvement s'avère souvent insuffisant pour atteindre nos cibles (possiblement révisées). Cependant, nous remarquons de plus en plus une forte volatilité des cours des entreprises de plus petite capitalisation, ce qui entraîne davantage de possibilités de transactions. Examinons quelques-unes de ces occasions survenues au cours du trimestre précédent.

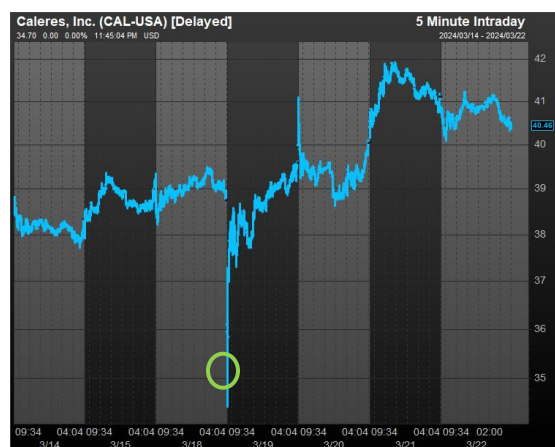
## Opportunités d'achat à court terme

Dans nos [lettres trimestrielles antérieures](#), nous avons exprimé notre point de vue favorable sur **Matr (anciennement Shawcor – MATR – 17,76 \$)**. La direction de l'entreprise a décidé de réinvestir les liquidités provenant de la vente d'une division pour créer de la valeur pour les actionnaires. Notre participation à leur *journée des investisseurs* en décembre 2023 a renforcé notre conviction quant à leur capacité d'augmenter significativement les bénéfices. Cela dit, les investisseurs ont adopté une perspective à court terme, ce qui a entraîné une baisse du cours à la suite d'un commentaire de la direction indiquant que 2024 serait une « année de transition pour sa rentabilité ».

L'incertitude concernant les résultats du quatrième trimestre et les anticipations neutres pour l'année à venir avaient réduit les attentes du marché lors de la publication des résultats en mars. Nous avons lu et analysé ces derniers. Les risques à court terme ont été atténués et notre conviction envers les perspectives à long terme a été renforcée. Nous attendions depuis un certain temps que le prix baisse à 14,75 \$ pour augmenter notre participation, mais croyions que le cours de l'action augmenterait suite à la publication de ces résultats favorables. À l'ouverture du marché, à notre grande surprise, le cours était en baisse de 7 % pour atteindre notre prix cible d'achat. Nous avons saisi l'occasion et accru notre investissement. En milieu de journée, le cours a dépassé les 16 \$, enregistrant une hausse de plus de 10 %. La valeur du titre a continué à grimper et celui-ci a terminé le trimestre en forte progression.



**Caleres (CAL – 41,03 \$)**, un détaillant et grossiste de chaussures que nous avons présenté dans notre [lettre du quatrième trimestre 2022](#), illustre également cette dynamique. Malgré un bon trimestre, des prévisions optimistes pour l'année à venir, de solides perspectives à long terme et une amélioration du bilan, on aurait pu s'attendre à une stabilité du cours, voire à une hausse. Au contraire, le titre a ouvert en baisse de 10 %, pour ensuite rebondir rapidement et afficher une hausse de 20 % deux jours plus tard !



Nous ne cherchons pas à vous convaincre de notre expertise dans les transactions à très court terme. Notre objectif est plutôt de mettre en lumière l'inefficacité du marché en ce qui concerne les actions de petite capitalisation. Nous continuons à mener des recherches approfondies sur les entreprises que nous croyons intéressantes. Nos décisions d'investissement reposent sur nos prévisions de croissance des flux de trésorerie disponibles et sur la capacité de la direction à les réinvestir judicieusement sur une période de trois à cinq ans. Pour celles qui répondent à nos critères de qualité, nous fixons un prix cible auquel nous serions prêts à acheter et nous

attendons qu'il soit atteint. Un marché inefficace et volatil créera davantage d'occasions pour nous d'agir et de déployer nos liquidités de manière stratégique.

### Opportunités d'achat à plus long terme

Bien que les fluctuations de prix à court terme puissent légèrement améliorer nos rendements, notre priorité est de nous concentrer sur les inefficacités qui demandent plus de temps pour être corrigées, mais qui peuvent générer des rendements considérables.

Prenons, par exemple, **Mix Telematics (MIXT14,55 \$)**, une entreprise que nous avons initialement acquise à 3,87 \$ en avril 2016. Le cours de l'action a monté jusqu'à 20 \$ avant de chuter de moitié à la suite du ralentissement des ventes pendant la pandémie et de la dévaluation importante du Rand sud-africain. L'évaluation de MIXT demeurait dépréciée pour quatre raisons. Premièrement, la dépendance excessive de l'entreprise vis-à-vis le marché sud-africain posait un problème. Deuxièmement, elle n'avait pas réussi à démontrer une croissance organique significative dans d'autres pays. Troisièmement, sa cotation principale en Afrique du Sud empêchait de nombreuses institutions américaines d'acquérir le titre. Quatrièmement, les investisseurs doutaient de la capacité de la direction à clore une transaction significative pour stimuler la croissance. Malgré ses défis, nous avons maintenu notre position en raison de notre conviction dans le potentiel sous-évalué de l'entreprise sur le long terme.

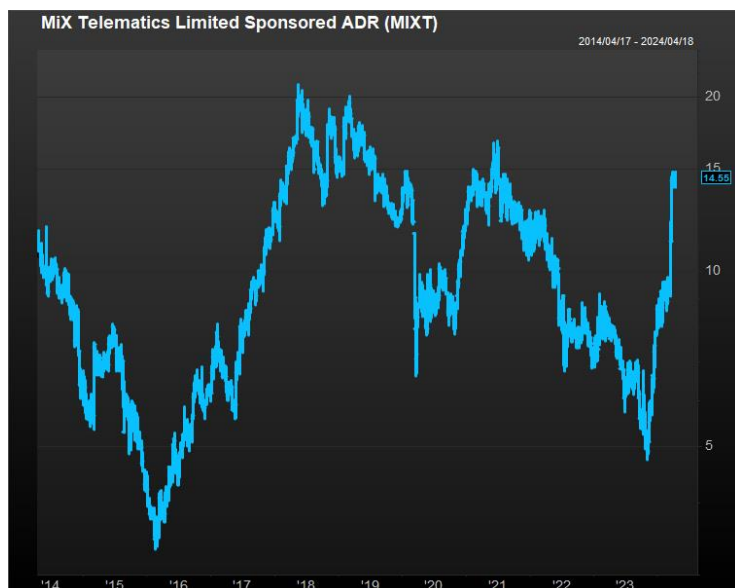
En septembre 2023, nous avons eu l'occasion de rencontrer les dirigeants de PowerFleet (**PWFL – 5,34\$**), une autre société active dans le secteur de la télématique. Nous avons été impressionnés par la stratégie de la nouvelle équipe de direction. Toutefois, nous ne voulions pas détenir deux compagnies opérant dans le même secteur sans avoir une taille suffisante pour bénéficier d'économies d'échelle, ni une liquidité adéquate sur les marchés (les deux sociétés avaient une capitalisation boursière trop faible pour susciter un grand intérêt auprès des investisseurs). De plus, le bilan médiocre de PWFL, résultant d'un financement peu judicieux effectué en 2019, a renforcé notre décision de ne pas investir dans cette entreprise. Nous avons donc maintenu notre position dans MIXT, privilégiant ainsi un investissement moins risqué et mieux adapté à notre stratégie.

Un mois plus tard, MIXT a annoncé sa fusion avec PowerFleet, une combinaison parfaite à nos yeux. Cette transaction a résolu les problèmes de concentration géographique des opérations de MIXT ainsi que son inscription primaire à une bourse étrangère. À court terme, des synergies de coûts importantes devraient considérablement améliorer la rentabilité. À plus long terme, l'entreprise est désormais en mesure de proposer une gamme complète de produits pour rivaliser avec le leader du marché, Samsara, une société cotée en bourse affichant une valeur boursière de 20 milliards \$. Bien que Samsara ait actuellement une offre plus solide, le coût de l'action s'avère extrêmement élevé. En effet, le titre se négocie actuellement à 17 fois les revenus (comparativement à 2,5 fois pour PWFL). En plus d'être beaucoup moins chère, la fusion (MIXT-PWFL) disposera d'une capitalisation boursière approchant les 500 millions de dollars, ce qui lui conférera une liquidité accrue et ouvrira potentiellement la voie à son inclusion dans l'indice de référence des petites capitalisations.

En dépit des mérites indéniables de la transaction, le cours de MIXT a chuté de 15 % à la suite de l'annonce, offrant un nouvel exemple de l'inefficacité du marché. De plus, comme il s'agissait d'une transaction en actions (les actionnaires de MIXT recevraient des actions de PWFL), les arbitragistes pouvaient acheter une action et vendre l'autre à découvert, s'assurant ainsi un profit sans risque si l'opération se concrétisait.



Habituellement, dans ce type de situation, l'écart de prix reste relativement faible, généralement inférieur à 10 %. Cependant, en raison de la taille et de la structure particulière de cette transaction, ainsi que du travail/calcul requis pour déterminer le ratio d'actions PWFL que les actionnaires de MIXT recevraient, les titres se négociaient avec un écart de plus de 20 %. Le seul risque restant concernait l'approbation de la transaction par 75 % des actionnaires de MIXT. Le 28 février, la direction nous a permis de participer à la réunion virtuelle du conseil d'administration au cours de laquelle le résultat positif du vote a été dévoilé. Nous avons accru notre position en actions en octobre après l'annonce de la fusion, et depuis lors, leur valeur a plus que doublé. La fusion étant désormais accomplie, nous sommes officiellement actionnaires de PWFL et nous anticipons une création de valeur importante dans les années à venir.



### En attendant le rebond des petites capitalisations, nous trouvons des aubaines

Nous ne pouvons prédire exactement quand les petites capitalisations gagneront en popularité. Comme nous l'avons expliqué au début de cette lettre, l'histoire montre que les rendements des petites et des grandes capitalisations ont tendance à converger sur le long terme. Étant donné que nous entamons la huitième année d'un cycle durant lequel les grandes capitalisations ont surpassé les petites, nous pourrions supposer que nous sommes plus proches de la fin que du début de cette tendance. Les petites capitalisations devraient éventuellement bénéficier d'un regain d'intérêt de la part des investisseurs, ce qui propulsera leurs rendements. Un nouvel élan de popularité du groupe favorisa certainement notre performance.

Pendant ce temps, nous poursuivrons nos recherches approfondies sur des entreprises qui offrent un potentiel d'appréciation significative de la valeur à long terme. La diminution de l'intérêt des investisseurs envers les petites capitalisations a entraîné une augmentation des distorsions des prix sur le marché boursier. Comme nous l'avons constaté ces derniers mois, cet environnement est favorable à l'acquisition d'excellentes entreprises offrant de bonnes perspectives de croissance à long terme à des prix qui réduisent considérablement notre risque de perte.

Sincèrement

Philippe Hynes, CFA  
Partenaire  
11 avril 2024

Aaron Warnongbri  
Partenaire



**Performance annualisée brute du Composé Tonus  
Au 31/03/2024**

	<i>Composé Tonus (Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
<b>3 mois</b>	17.9%	8.8%
<b>6 mois</b>	28.6%	18.1%
<b>1 an</b>	39.5%	17.9%
<b>3 ans</b>	16.3%	7.5%
<b>5 ans</b>	16.8%	10.6%
<b>10 ans</b>	9.9%	9.4%
<b>15 ans</b>	13.1%	12.1
<b>Depuis la Création</b>	11.3%	7.9%

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% indice canadien de grande capitalisation RT + 25% indice canadien de petite capitalisation RT + 25% indice américain de grande capitalisation RT (\$ CAD) + 25% indice américain de petite capitalisation RT (\$ CAD)

Le rendement total des indices américains 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 lien](#). 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.