

## TROISIÈME TRIMESTRE 2021 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Voici la revue du portefeuille pour le troisième trimestre 2021.

### LA PERFORMANCE

Au cours du troisième trimestre 2021, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **-2,6 %**. Cette année à ce jour, le Fonds a dégagé un rendement de **16,5 %**.

Depuis la création du Composé<sup>1</sup> Nord-Américain Tonus en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **10,6 %** comparativement à **8,3 %** pour l'indice de référence<sup>2</sup>.

### REVUE DU PORTEFEUILLE

Depuis le début de l'année, notre rendement se maintient au-dessus de 15 %. Sur la période des derniers douze mois, le rendement obtenu se chiffre à 41,2 %. Toutefois, le troisième trimestre a été plus calme tant sur le plan du nombre de transactions que sur le plan du rendement obtenu. Le trimestre avait bien commencé, mais la performance de notre portefeuille pour la période, comme celui des marchés nord-américains, s'est avérée négative durant la toute dernière semaine de septembre. Nos appréhensions quant à la hausse de l'inflation et aux perturbations des chaînes d'approvisionnement, comme nous l'avons expliqué dans [notre dernière lettre](#), demeurent au cœur de nos discussions avec les dirigeants d'entreprise. Elles sont également devenues des points focaux pour de nombreux investisseurs, entraînant une hausse de la volatilité et une baisse du cours de plusieurs titres. Malgré le risque grandissant, ces facteurs n'ont pas été, du moins pour le moment, un obstacle à la croissance des bénéfices qui alimentent la bonne performance des bourses mondiales depuis le début de l'année.

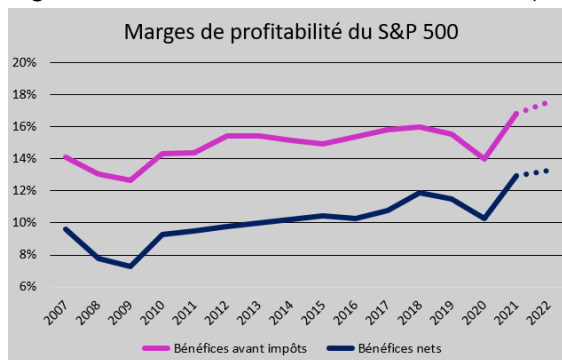
Deux variables contribuent à la hausse des cours (à noter que le rendement du dividende contribue aussi aux gains des investisseurs): la croissance des bénéfices et l'expansion des multiples. Cette dernière a longtemps été la locomotive des gains sur les marchés. Cependant, le vif rebond de l'économie après la COVID a favorisé l'augmentation de la profitabilité et est responsable des gains boursiers récents. Depuis janvier, le profit annuel par action anticipé pour l'indice S&P 500 est passé de 165 \$ à 199 \$, soit un bond de 20 %. De toute évidence, les bénéfices annuels seront supérieurs à ceux anticipés en début d'année, ce qui propulse les gains sur les marchés en 2021.

---

<sup>1</sup> Une description complète du Composé Tonus est disponible en page 4

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

Est-ce que les résultats peuvent continuer de nous surprendre positivement? Actuellement, les attentes pour 2022 pointent vers cette direction; soit une augmentation des bénéfices de 13 % (+30 % pour les petites capitalisations). Étonnement, les analystes s'attendent à ce que les profits augmentent plus rapidement que les revenus (estimés à +6 %). En d'autres mots, les marges bénéficiaires augmenteraient par rapport à leurs niveaux records de 2021. Certains facteurs séculaires ont certes alimenté l'augmentation des marges au cours des 15 dernières années (voir le graphique ci-joint). Cela dit, compte tenu de l'état actuel du marché du travail, de l'augmentation des coûts de transport, de la pression sur les chaînes d'approvisionnement mondiales et de l'inflation des matières premières, il est difficile d'envisager un scénario où les marges continueraient de s'accroître. À moins d'une croissance des revenus spectaculaire, nous croyons qu'une recalibration des attentes de profitabilité s'impose et anticipons, dans le meilleur des cas, des rendements de marché faibles au cours des prochains trimestres.



## Notre approche dans un environnement où les attentes sont élevées

En ce qui concerne notre portefeuille, nous analysons chacun de nos investissements de manière indépendante; nous leur attribuons ainsi une thèse d'investissement unique. Bien que les profits attendus pour l'ensemble du marché soient élevés, elles varient considérablement d'un titre à l'autre. Certains de nos titres ont connu une augmentation importante de leur profitabilité et une croissance significative de leur cours cette année. En général, les investisseurs adoptant une approche plus superficielle tendent à liquider les titres en forte hausse lorsque les attentes envers ceux-ci sont grandes.

Telle n'est toutefois pas notre approche; nos décisions sont basées sur notre recherche approfondie et l'élaboration de nos propres modèles. Si ces derniers indiquent un potentiel de croissance supplémentaire des bénéfices et une hausse probable du cours, nous conservons nos actions. Si, toujours selon nos modèles, le titre s'est pleinement apprécié et a atteint notre prix cible, nous le vendons.

**Nutrien (NTR - 82,21 \$)** est un bon exemple. L'entreprise est à la fois le plus grand producteur de potasse au monde et l'opérateur d'un réseau de 2000 points de vente proposant des produits et services aux agriculteurs. Alors que les bénéfices générés par la vente de la potasse peuvent fluctuer d'une période à l'autre, le segment de la vente au détail affiche habituellement une légère croissance et un bon retour sur le capital investi. Au moment de notre achat, il y a un an, le prix de la potasse avait chuté sous sa moyenne des cinq dernières années et le cours de l'action avait suivi, en baisse de plus de 35 %. Dans ce contexte, en attribuant une valeur moyenne aux opérations de vente au détail, nous avons acquis leurs actifs de potasse, classés parmi les meilleurs au monde, pour une fraction de leur valeur.

Un an plus tard, le segment de la vente au détail a conservé sa bonne rentabilité, alors que la potasse s'échange maintenant à plus de 500 \$ la tonne. Le bénéfice annuel a augmenté de 45 % pour s'établir à 6,3 milliards de dollars et le cours de l'action a presque doublé depuis notre achat. Bien que l'environnement inflationniste puisse favoriser la rentabilité de NTR à court terme, nous avons vendu le titre car les attentes à long terme sont supérieures à nos prévisions. En

effet, le cours actuel correspond essentiellement au gain que nous espérons obtenir à plus long terme. Le ratio risque-rendement étant moins favorable, nous avons vendu nos actions et remis le titre sur notre liste de souhaits.

En dépit des forts gains enregistrés depuis le début de l'année, nous détenons huit titres dont le rendement est négatif en 2021. À l'exception d'un seul titre, cette baisse résulte d'un désintérêt temporaire des investisseurs pour ces entreprises. Nos prévisions financières à court et à long terme demeurent pratiquement inchangées pour ces titres (autrement dit, nos prévisions quant aux profits pour 2021 sont les mêmes qu'en début d'année). Nous avons donc acquis davantage d'actions, réduisant ainsi notre coût d'achat et bonifiant les rendements attendus.

L'un de ces titres est **Haivision (HAI - 7,71 \$)**, un fournisseur de solutions d'infrastructure pour la diffusion vidéo en continu. Nous avons acheté l'action lors de son introduction en bourse en décembre 2020. À l'époque, notre modèle suggérait un BAIIA atteignant 13,9 M\$/21,4 M\$ pour 2021/2022. Le cours a finalement grimpé rapidement, doublant notre prix d'achat, et nous avons encaissé nos profits. Neuf mois plus tard, nos attentes envers ce titre pour 2021 ont à peine changé et l'entreprise a réalisé une acquisition importante qui bonifiera considérablement leur rentabilité dans les années à venir. Pendant ce temps, le cours du titre est en baisse de 25 % cette année; nous étions donc ravis de racheter le titre avec un tel escompte.

### La construction de notre portefeuille

L'asymétrie de l'information disponible pour plusieurs titres de petite capitalisation est l'une des caractéristiques qui nous incite à privilégier cette catégorie. Notre travail de recherche nous permet généralement d'obtenir un avantage lors de l'analyse de plus petites compagnies comme Haivision. Néanmoins, il arrive à l'occasion que des titres de grande capitalisation deviennent des cibles intéressantes pour les investisseurs comme nous, de type valeur; par exemple, lorsque des développements influencent négativement les résultats à court terme ou lorsque les analystes des firmes de courtage émettent des prévisions pessimistes. De plus, les modèles d'affaires complexes des grandes capitalisations créent parfois un « rabais de conglomerat », c'est-à-dire que les titres sont vendus à escompte relativement à la somme de la valeur de leurs divisions. Ce fut le cas pour Nutrien. Nous prévoyons que notre portefeuille demeurera majoritairement fondé sur les petites capitalisations, quoique nous apprécions occasionnellement la stabilité et la liquidité offertes par des positions clés de plus grande capitalisation.

En conclusion, les marchés connaissent de nombreuses fluctuations alors que les attentes pour la prochaine année nous semblent élevées; particulièrement en raison des poussées inflationnistes d'une rare ampleur. Même si cette pression se révèle éphémère, nous analysons les risques individuels de chaque investissement et déterminons si le cours actuel nous permettra de générer de bons rendements à long terme par rapport au risque encouru. Pour la première fois depuis des années, **aucun titre ne répondait à nos critères d'acquisition** au cours du trimestre. Par conséquent, notre équipe examine une variété de nouveaux titres et notre encaisse pourrait demeurer légèrement élevée jusqu'à ce que nous trouvions des investissements offrant un risque de baisse faible et un fort potentiel de croissance.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA  
8 octobre 2021

**À titre de référence, voici le rendement de notre  
stratégie nord-américaine  
Rendements bruts annualisés du Composé Tonus  
Au 30/09/2021**

	<i>Composé Tonus (Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
<b>3 mois</b>	-2.57%	-0.39%
<b>6 mois</b>	5.14%	6.46%
<b>Cette année</b>	16.45%	15.48%
<b>1 an</b>	41.27%	33.94%
<b>5 ans</b>	6.68%	11.23%
<b>10 ans</b>	13.14%	12.65%
<b>Depuis la création</b>	10.20%	8.10%

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.