

## QUATRIÈME TRIMESTRE 2021 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Voici la revue du portefeuille pour le quatrième trimestre 2021.

### LA PERFORMANCE

Au quatrième trimestre de 2021, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **-1,9 %**. Cette année à ce jour, le Fonds a dégagé un rendement de **14,2 %**.

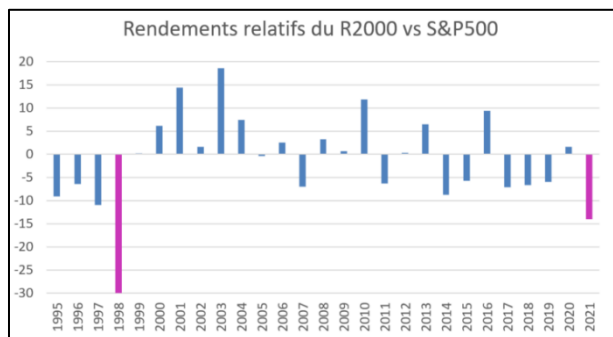
Depuis la création du Composé<sup>1</sup> en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **9,9 %**. En comparaison, le rendement annualisé de l'indice de référence<sup>2</sup> durant cette période est de **8,4 %**.

### La revue de l'année

L'année 2021 est derrière nous, mais l'incertitude et la volatilité continuent de régner au sein du marché en raison de la pandémie qui se poursuit. Les investisseurs ont fait fi des impacts de celle-ci sur notre société à court terme. En effet, les marchés boursiers des deux côtés de la frontière ont connu une croissance au cours de la dernière année. Au Canada, les sociétés pétrolières s'avèrent le principal moteur de la hausse du TSX en 2021, tandis qu'aux États-Unis, les actions technologiques à grande capitalisation ont joué ce rôle du côté du S&P 500.<sup>3</sup> Les grandes entreprises, et surtout les très grandes, ont surclassé les petites en matière de rendement boursier.

Comme le montre le graphique ci-joint, les petites capitalisations ont connu, en 2021, leur pire rendement par rapport aux grandes capitalisations depuis 1998.

Les taux d'intérêt au plancher ont entraîné une hausse de la spéculation, ce qui a favorisé les approches d'investissement axées sur le risque. Alors que de nombreuses entreprises nord-américaines ont du mal à recruter de la



<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 et une revue de ses rendements historiques sont disponibles en page 5.

<sup>3</sup> Le secteur de l'énergie représente 22 % du rendement du TSX en 2021. Les vingt plus grandes entreprises de l'indice américain S&P 500 représentent, quant à elles, 54 % du rendement de cet indice.

main-d'œuvre et doivent surmonter des perturbations importantes dans leur chaîne d'approvisionnement, plusieurs entreprises en démarrage (start-up) reçoivent des valorisations surpassant les milliards de dollars, et ce, même si leurs modèles commerciaux futuristes et innovants ne génèrent aucun profit (voire aucun revenu).

Comme nous faisons preuve de flexibilité dans notre politique d'investissement (nous pouvons conserver nos encaisses ou vendre des actions à découvert), nous avons pris des mesures, au cours du dernier trimestre, pour réduire le risque au sein de notre portefeuille. Cette décision répond à nos préoccupations, exprimées dans [notre dernière lettre](#), quant à la hausse de l'inflation et aux surévaluations boursières. Le risque lié à nos investissements était, et demeure, bien en deçà de celui observé dans le marché. À ce titre, nous avons terminé l'année avec une encaisse élevée dans notre portefeuille. Dans ce contexte, nous sommes satisfaits de notre rendement de près de 15% pour l'ensemble de l'année. Cela dit, nous aurions pu connaître un meilleur rendement au dernier trimestre, n'eût été un mois de novembre difficile. Sur une note positive, les actifs de notre Fonds ont atteint une valeur record en fin d'année!

## Notre Fonds en 2021

Ce fut une année en deux temps pour notre Fonds: une croissance marquée suivie d'un léger recul. Nous avons connu un excellent départ avec une hausse de 10 % au premier trimestre et de 8 % au deuxième. Nous avons bénéficié de la bonne performance des petites capitalisations en général ainsi que de gains démesurés provenant de certains de nos titres dont **Information Service Corporation** (boom immobilier), **Photon Control** (acquis par un rival) et **Houghton Mifflin** (réouverture des écoles). Après ce début d'année en trombe, les indices de petite capitalisation ont légèrement baissé durant le reste de l'année, car les investisseurs se sont de nouveau tournés vers les actions populaires de grande capitalisation. L'indice des petites capitalisations a même subi une baisse de 12 % par rapport à son sommet au cours du quatrième trimestre.

Certaines de nos plus petites entreprises ont connu des baisses considérables au second semestre de l'année malgré l'absence de nouvelles négatives concernant leurs activités. Les investisseurs, à la recherche de catalyseurs de valeur à court terme, ont vendu les titres qu'ils considèrent plus « ennuyeux », soit ceux dont la valeur croît à long terme sans coup d'éclat. Cette tendance s'est accentuée en novembre et en décembre en raison de certaines stratégies fiscales qui ont induit une pression supplémentaire sur ces titres déjà en décroissance. Bien que de telles ventes aient un impact négatif sur les rendements, elles n'ont aucune incidence sur notre évaluation de la valeur de ces entreprises à long terme et nous prévoyons que leurs cours se rétabliront rapidement pour refléter leur valeur intrinsèque.

Par ailleurs, certaines de nos décisions ont également contribué à notre rendement inférieur au dernier trimestre : deux de nos investissements ont subi des baisses importantes liées au contexte spécifique à l'entreprise. Il s'agit, en premier lieu, de **Comcast Corporation (CMCSA – 50,33 \$)**, la plus grande entreprise de câblodistribution aux États-Unis, laquelle demeure l'un de nos plus importants investissements. Jusqu'à mi-année, la nécessité d'une connexion internet haute vitesse à domicile a propulsé leurs activités. Par la suite, Comcast, à l'instar d'autres câblodistributeurs publics, a signalé un ralentissement de l'acquisition de nouveaux abonnés provoquant ainsi une chute de plus de 20 % du cours de l'action.

À notre avis, les investisseurs croient, à tort, que l'augmentation du nombre de nouveaux clients entraîne, à elle seule, la croissance des bénéficiaires. Or, cette dernière peut aussi découler d'une

réduction du nombre de désabonnements combinée à une diminution des visites de techniciens et une hausse des prix. Alors que les perspectives de croissance demeurent solides vu la demande grandissante pour les services de télécommunications, l'évaluation actuelle du cours de Comcast avoisine ses niveaux les plus faibles historiquement. C'est donc sans surprise que nous vous annonçons le rachat d'actions à un coût attrayant.

En deuxième lieu, **Goodfood Market (FOOD – 4,13 \$)** a aussi influencé négativement nos rendements. Nous étions des adeptes de leur offre de repas prêts à cuisiner et considérons que leur entrée dans le secteur de l'épicerie en ligne présentait un fort potentiel de valeur pour les actionnaires. Nous savions que FOOD devait investir pour offrir un service d'épicerie en ligne rapide et efficace. Toutefois, nous avons sous-évalué les capitaux requis pour y arriver et l'ampleur des pertes trimestrielles nous a déconcertés.

Nous croyons que le succès ou l'échec de ce projet dictera la valeur future de l'entreprise. Des pertes significatives seront subies pour que FOOD devienne possiblement un acteur important dans le secteur canadien de l'alimentation. Nous n'excluons pas que l'entreprise puisse y parvenir, mais les motifs justifiant initialement notre achat du titre ne tiennent plus la route et le risque encouru nous paraît trop élevé. C'est donc à contrecœur que nous avons rapidement vendu nos actions pour réduire nos pertes.

### **Vendre ou conserver**

Ces deux exemples illustrent bien notre processus décisionnel à l'égard des titres en baisse. Chaque fois qu'un cours baisse de 20 % par rapport à son prix d'acquisition, notre équipe discute des raisons de ce recul et réévalue la thèse d'investissement initiale. Si notre vision à long terme demeure inchangée, nous conservons le titre et, parfois, augmentons nos parts dans l'entreprise, car les perdants d'aujourd'hui deviennent souvent les grands gagnants de demain dans l'histoire de la bourse.

À titre d'exemple, **Houghton Mifflin (HMHC – 16,10 \$)** a connu un énorme rebond en 2021 après avoir chuté de 29 % en 2019 et de 40 % en 2020. À ce moment-là, les commissions scolaires devaient composer avec l'incertitude de leur financement et du retour en classes des élèves. Nous savions que l'école recommencerait éventuellement et que l'achat de matériel pédagogique reprendrait; de plus, nous étions convaincus que HMHC bénéficierait de la transition vers l'enseignement numérique. Avec un retour à la normale comme nous l'anticipions, le titre a bondi de 383 % par rapport à son creux.

### **Une bonne place (SEAT) pour regarder l'économie rouvrir**

Au cours du trimestre, nous avons acquis le titre de **Vivid Seats (SEAT – 10,88 \$)**, une société qui bénéficiera du retour des événements en personne une fois la pandémie derrière nous. Vivid exploite une plateforme de revente de billets en ligne pour des spectacles et des événements sportifs. Le modèle fonctionne si l'on peut offrir à la fois des billets à bas prix aux acheteurs et une plateforme sécurisée et efficace aux revendeurs. Bien que la concurrence soit forte dans cette industrie, nous pensons que SEAT détient un avantage concurrentiel : plus de 50 % des revendeurs utilisent déjà leur logiciel de gestion de billets. Cela lui confère une visibilité unique sur l'inventaire des billets et les prix de revente sur diverses plateformes.

Comme nous le faisons pour tous les investissements liés à la réouverture de l'économie, nous avons analysé les attentes par rapport aux résultats financiers de 2019. Même si la présentation d'événements sportifs était presque de retour à la normale (aux États-Unis) à l'été 2021, nous anticipons une augmentation significative du nombre de concerts présentés en 2022 vu l'impatience de la plupart des artistes à repartir en tournée. Les recettes provenant de la présentation de concerts et de spectacles devraient largement dépasser celles précédant la pandémie.

En plus de revenus supérieurs à ceux de 2019 au sein de cette industrie, Vivid a le potentiel d'augmenter considérablement ses parts de marché estimées à 20 % en 2019. En effet, leur principal concurrent, StubHub, qui détenait historiquement 40 % des parts de marché, a trébuché en 2020.<sup>4</sup> Dans ce contexte, nous croyons que SEAT pourrait générer plus de 1 \$ par action en flux de trésorerie libre après la reprise, ce qui rend notre prix d'achat en deçà de 10 \$ très attrayant.

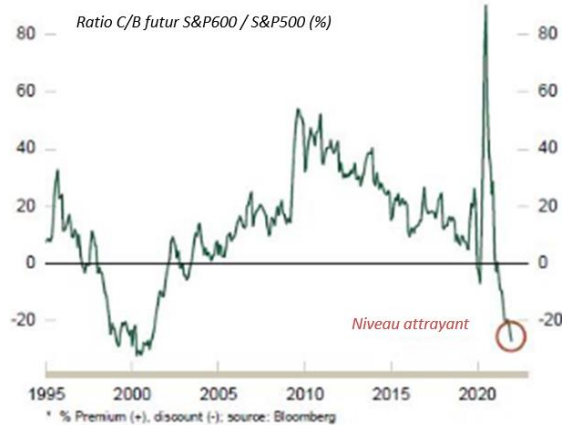
## Un avenir favorable aux petites capitalisations

Au cours des cinq dernières années, il était frustrant de constater la forte performance des titres de croissance des grandes capitalisations dont les excellents rendements provenaient, en partie, de la baisse des taux d'intérêt (pour arriver à un taux pratiquement nul). L'économie florissante et la montée de l'inflation ont finalement entraîné une hausse de ces taux. Ce phénomène devrait engendrer une pression à la baisse des évaluations de ces titres de croissance. D'autres facteurs créent, par ailleurs, un contexte favorable aux petites capitalisations dans les années à venir, selon nous.

Premièrement, les écarts d'évaluation sont énormes : les actions à petite capitalisation n'ont jamais été aussi bon marché par rapport à leurs homologues de plus grande taille (voir le graphique).

Deuxièmement, la hausse des taux d'intérêt devrait affecter plus négativement les entreprises dont les modèles d'affaires à forte croissance reposent sur des gains à long terme. La faiblesse des taux facilitait le financement de sorte que les titres à haut risque réussissaient à se relever sans pénalité en cas d'échec. Comme cet avantage s'amenuise avec la montée des taux, nous nous attendons à une migration des capitaux vers les actions de petite et moyenne capitalisation axées sur la valeur.

*Les petites capitalisations se transigent à escompte*



Tel que mentionné au début de cette lettre, les petites capitalisations ont connu leur pire rendement annuel relativement aux grandes capitalisations depuis 1998. À l'époque, elles avaient mieux performé au cours de sept des huit années suivantes. Nous pensons que le contexte économique est de nouveau propice aux petites entreprises dont les valorisations s'avèrent

<sup>4</sup> Après l'acquisition intempestive de StubHub le 13 février 2020, le nouveau propriétaire Viagogo s'est retrouvé beaucoup plus endetté, avec une faible encaisse, lorsque la pandémie a frappé. Tous leurs clients ont demandé des remboursements pendant les fermetures reliées à la COVID. Comme il ne restait plus d'argent pour les payer, les clients sont déçus, ce qui a terni l'image de marque de l'entreprise.

beaucoup plus attrayantes. Par conséquent, nous sommes ravis d'investir dans des entreprises dotées d'un modèle d'affaires établi – certains le diront « ennuyeux » – qui génère des revenus et des bénéfices prévisibles. Sachez que notre équipe est motivée à l'idée de trouver d'excellents investissements qui vous offriront de solides rendements dans les années à venir.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA  
13 janvier 2022

### Performance annualisée du Composé Tonus Au 31/12/2021

	<i>Composé Tonus</i> <i>(Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
<b>3 mois</b>	-1.9%	5.5%
<b>6 mois</b>	-4.4%	5.1%
<b>1 an</b>	14.2%	21.8%
<b>2 ans</b>	17.0%	17.8%
<b>3 ans</b>	12.3%	18.7%
<b>5 ans</b>	5.2%	11.1%
<b>10 ans</b>	11.7%	12.4%
<b>Depuis la Création</b>	<b>9.9%</b>	<b>8.4%</b>

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.*