

PREMIER TRIMESTRE 2022 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Voici notre revue du portefeuille pour le premier trimestre 2022.

LA PERFORMANCE

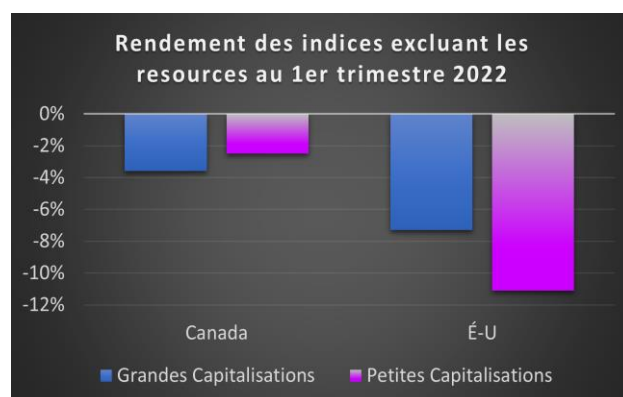
Au cours du premier trimestre 2022, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **-3,8 %**. Au cours des douze derniers mois, le Fonds a dégagé un rendement brut de **-0,8 %**.

Depuis la création du Composé¹ Nord-Américain Tonus en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **9,4 %** comparativement à **8,2 %** pour l'indice de référence².

Revue du portefeuille

Notre fonds a connu un léger recul au premier trimestre de l'année. Ce repli est principalement attribuable au risque de ralentissement économique qui plane sur nos investissements dans le secteur de la consommation discrétionnaire. Cela dit, nous avons réussi à éviter les pertes importantes qu'ont subies de nombreux titres populaires. Les indices américains de grandes et petites capitalisations ont respectivement terminé en baisse de -4,9 % et -7,2 % durant cette période. Leurs rendements auraient souffert davantage sans le gain spectaculaire de 40 % des titres du secteur de l'énergie. Cette industrie, pratiquement absente de notre portefeuille, a ajouté à elle seule 1,0 % et 1,7 % aux indices S&P 500 et Russell 2000. Son effet a été encore plus marqué au Canada : le secteur des matières premières (l'énergie et les matériaux) a ajouté respectivement 5,9 % et 9,7 % aux rendements des grandes et des petites capitalisations canadiennes, effaçant les pertes des autres secteurs (voir le graphique 1).

Comme nous ne détenons aucun titre dans ces secteurs cycliques et de moindre qualité, nous jugeons pertinent de comparer notre rendement avec celui du marché en excluant le secteur volatil des ressources. Ainsi, notre indice de référence a chuté de 1 % au cours du trimestre; il a toutefois baissé de plus de 6 % si l'on fait fi de l'incidence des titres énergétiques.



Graphique 1

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

² Une description complète de l'indice de référence est disponible en page 5

En ce début d'année, les inquiétudes demeurent vives concernant la pénurie de main d'œuvre et la perturbation des chaînes d'approvisionnement, deux facteurs qui menacent de faire grimper l'inflation. Comme nous l'avons mentionné dans notre [lettre précédente](#), nos encaisses avaient augmenté à la fin de 2021 car nous trouvions peu de titres dont l'évaluation et les attentes de rentabilité reflétaient la montée des pressions inflationnistes.

Quelques semaines plus tard, la guerre en Ukraine a éclaté et les sanctions contre la Russie ont perturbé l'économie mondiale de manière substantielle. Le coût des matières premières a augmenté non seulement pour le pétrole et le gaz, mais aussi pour divers produits agricoles. La forte pression exercée sur l'économie s'atténuera éventuellement. Entre temps, les prix augmentent puisque les entreprises essaient de compenser la hausse des coûts des intrants. L'inflation atteint désormais un taux jamais vu depuis le début des années 1980 et les banques centrales n'ont d'autre choix que d'accélérer la hausse des taux d'intérêt.

Dans cet environnement loin d'être idéal, les marges bénéficiaires rétréciront, le revenu disponible diminuera et les coûts d'emprunt augmenteront. Nous devons donc évaluer l'ampleur de ces conséquences sur la valeur des titres sachant que les évaluations actuelles reflètent possiblement déjà les inquiétudes partagées par la communauté des investisseurs. Nous avons observé ce pessimisme chez les investisseurs dans le segment des petites capitalisations. L'indice Russell 2000 a, en effet, plongé en janvier, subissant une **correction de -20,9 %** par rapport à sa valeur en novembre. Par conséquent, le ratio cours/bénéfices (C/B) des titres inclus dans l'indice est maintenant inférieur à sa moyenne historique. Du côté des grandes capitalisations, si l'on exclut ses dix plus importantes composantes, l'indice S&P 500 se négocie à la moyenne historique de son ratio C/B. Nous sommes loin de déclarer que les évaluations actuelles ont atteint un prix plancher, mais nous constatons une baisse considérable par rapport à leur sommet.

Passer à l'attaque malgré l'inflation

Dans le contexte d'une baisse généralisée des marges, laquelle pourrait s'avérer de courte durée, nous devons identifier les facteurs indiquant une reprise de l'expansion des ventes et des bénéficiers. Notre rendement sera tributaire de la capacité des entreprises dans lesquelles nous investissons à accroître les ventes sans n'augmenter drastiquement ni leurs dépenses, ni leurs investissements en capital. Une utilisation nulle ou faible de levier financier (dette) a toujours compté parmi les critères positifs de notre analyse. Dans un environnement inflationniste où les emprunts à faible coût se tarissent, les entreprises disposant d'actifs bien établis, de bilans financiers équilibrés et de produits en demande sauront davantage tirer leur épingle du jeu.

Dollarama (DOL – 70,90 \$) constitue un excellent exemple d'entreprises capables de prospérer en période d'inflation. Face à une hausse des coûts, elle a su ajuster rapidement ses prix par le passé tout en continuant de répondre à la demande grandissante de consommateurs à la chasse aux aubaines. Nous avons d'ailleurs noté ceci après notre rencontre avec la direction en décembre 2018 : *La performance de Dollarama surpassera les attentes advenant des pressions inflationnistes. Ses concurrents devront augmenter leurs prix et DOL bénéficiera disproportionnellement de ces hausses. Les ventes en magasins connaîtront alors une hausse significative.*

De fait, DOL profite de la situation actuelle pour introduire graduellement des articles à un nouveau prix de 5 \$, une annonce que les investisseurs attendaient depuis 2016. Dans ce

contexte, les dirigeants anticipent une hausse entre 4 % et 5 % des ventes en magasin comparables pour l'année en cours, une prévision que nous estimons très conservatrice. DOL se révèle l'un de nos meilleurs investissements de 2022.

Au cours du trimestre, nous avons également procédé à l'acquisition d'un titre qui bénéficiera de l'inflation. Nous avons acheté des actions de **Hillman Solutions (HLMN – 11,88 \$)**, un distributeur de produits de quincaillerie, de rénovation et d'équipements de protection individuelle. Leurs équipes sur le terrain sont responsables de l'approvisionnement et de la gestion de l'inventaire chez les quincailleries à grande surface (Home Dépôt, par exemple). Ils ont connu une année difficile en 2021 parce que l'inflation a fait grimper leurs coûts de 175 millions de dollars. Les goulots d'étranglement au sein de leur chaîne d'approvisionnement avaient aussi fait passer à plus de 200 jours le temps requis pour importer leurs marchandises de l'Asie.

Nonobstant ces défis, ils ont réussi à augmenter leurs ventes pour la cinquante-sixième fois au cours des 57 dernières années, tout en réduisant leur dette et augmentant leurs prix pour compenser la hausse des coûts. Après une majoration des prix de 15 % l'an dernier, leurs clients n'ont eu d'autre choix que d'accepter une nouvelle hausse de prix en mars 2022. À court terme, ces augmentations suffisent à peine à couvrir la hausse des coûts, mais elles confirment la qualité du modèle d'affaires de Hillman. Malgré leur influence minimale sur les bénéfices de l'année en cours, ces prix demeureront élevés au fil du temps et amélioreront les bénéfices lors d'un éventuel retour à la normale de l'économie. Ainsi le cours de l'action grimpera!

En résumé, l'inflation jouera, sans l'ombre d'un doute, un rôle majeur sur le rendement des marchés cette année. D'une part, la valeur des actifs durables détenus par les entreprises augmenteront et les hausses de prix alimenteront la croissance des ventes. D'autre part, les coûts augmenteront sans doute plus rapidement que les prix, entraînant une érosion de la marge bénéficiaire à court terme. Les consommateurs pourraient réduire leurs dépenses discrétionnaires en réaction à la hausse des prix de nombreux produits essentiels, ce qui entraînera une augmentation des taux d'intérêt et, du même coup, diminuera la disponibilité du crédit et des liquidités dans l'économie.

Après avoir analysé ces conséquences potentielles sur la valeur à court et à long terme de nos investissements, nous prévoyons que l'inflation nuira à la rentabilité de six de nos titres. Dans chacun des cas, leur cours a déjà souffert. À moins que l'inflation demeure hors de contrôle plus tard cette année, nous pensons avoir déjà observé la majeure partie du recul de la valeur de ces titres. Cela dit, tout n'est pas de mauvais augure! Comme pour les deux investissements mentionnés précédemment, nous croyons que huit de nos titres seront en mesure d'augmenter leurs prix, et possiblement leurs bénéfices, pour compenser la hausse des coûts.

Comme vous pouvez l'imaginer, l'inflation est au cœur de nos conversations avec les différentes équipes de direction. Elle amènera une certaine volatilité des profits à court terme, mais servira favorablement nos perspectives d'investissement à long terme. Dans le contexte de taux d'intérêt très bas, de nombreuses entreprises aux modèles d'affaires non rentables n'ont peu ou pas connu de revers en cas d'échec. Plusieurs de ces entreprises pourraient ne pas atteindre la rentabilité assez rapidement pour survivre à la disparition du financement à faible coût. Comme notre modèle d'investissement tient compte de ce retour à un coût plus élevé pour l'obtention de capitaux, notre portefeuille est à l'abris de ce risque.

La patience récompensée

L'un de nos titres a quitté notre portefeuille au premier trimestre. **Houghton Mifflin Harcourt (HMHC – 21,00 \$)** a reçu une offre publique d'achat de la part d'un fonds de capital privé. Les nouveaux acquéreurs ont probablement vu les mêmes attributs que nous : un afflux massif de fonds du gouvernement fédéral, un transfert des dépenses des commissions scolaires de l'équipement de protection vers le matériel pédagogique et la transition vers l'enseignement numérique. L'offre de 21 \$ représente une prime de 36 % par rapport au cours de l'action et un **gain de 184 % sur notre valeur comptable de 7,39 \$**. Notre histoire avec HMHC n'a pas toujours été simple. Le titre a d'abord chuté bien en dessous de notre prix d'acquisition initial lorsque certains états américains ont repoussé l'achat de manuels scolaires. Cependant, les motifs à l'origine de notre achat tenaient toujours la route à l'époque. À la suite de nombreuses discussions avec l'équipe de direction pour comprendre leur vision et leur stratégie, nous avons racheté des actions à un prix moindre, réduisant ainsi notre coût moyen. Cela s'est avéré une judicieuse décision.

Facteurs environnementaux, sociétaux et de gouvernance (ESG)

Au cours de la dernière année, notre équipe a accordé une plus grande attention aux critères ESG régissant nos investissements. Nous avons réalisé un examen approfondi de chacun de nos investissements, collaboré avec les équipes de direction et exercé activement notre droit de vote lors des assemblées générales annuelles. Compte tenu des développements récents avec HMHC et pour que vous compreniez mieux notre approche ESG, nous avons mis en ligne notre [rapport interne](#) sur cette compagnie.

En général, nous considérons le titre HMHC légèrement supérieur à la moyenne en ce qui concerne les facteurs ESG. Nous sommes satisfaits des mesures prises pour utiliser davantage de papier recyclé/FSC et des initiatives faisant la promotion de leurs solutions numériques. Nous sommes ravis de ces actions et avons demandé à la direction de fournir de plus amples détails sur cette transition écologique. En plus d'être favorable à l'environnement (réduction de l'utilisation du papier et du transport), elle favorise une augmentation des marges et permet d'implanter un modèle de revenus récurrents. Par ailleurs, nous applaudissons également le nombre important de livres donnés à des organismes caritatifs.

En revanche, nous avons soulevé auprès de la haute direction nos inquiétudes quant à la faible diversité au sein de son effectif et de son équipe de direction. Il nous apparaît crucial qu'en tant que pierre angulaire de l'éducation de nos enfants, le contenu des manuels scolaires soit inclusif et reflète adéquatement la diversité de notre société. Nous avons insisté sur le fait qu'une main d'œuvre représentative de la diversité ethnique de la société nord-américaine contribuerait à l'atteinte de cet objectif. Si vous souhaitez discuter de nos initiatives ESG et de notre approche, n'hésitez surtout pas à nous contacter.

En terminant, nous espérons une fin rapide de la guerre en Ukraine. En plus d'avoir récemment fait des dons en argent pour soutenir les efforts humanitaires dans ce pays, un membre de notre équipe et sa famille se préparent à accueillir une famille ukrainienne en cas de besoin.



Philippe Hynes, CFA
14 avril 2022

Performance annualisée du Composé Tonus Au 31/03/2022

	<i>Composé Tonus</i> <i>(Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
3 mois	-3.8%	-0.6%
6 mois	-5.6%	4.8%
1 an	-0.8%	11.6%
3 ans	11.0%	14.2%
5 ans	4.1%	10.3%
10 ans	10.2%	11.5%
Depuis la Création	9.4%	8.2%

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.