PALOS

RAPPORT ANNUEL 2022 DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

FONDS DE REVENU ACTIONS PALOS

POUR LA PÉRIODE ANNUELLE CLOSE LE 31 DÉCEMBRE 2022

Gestionnaire de portefeuille
Gestion Palos Inc. (« Palos »)

Charles Marleau, CIM
Président et gestionnaire principal de portefeuille

Le présent rapport annuel de la direction sur le rendement du Fonds contient les faits saillants financiers, mais n'inclut pas les états financiers complets du Fonds de revenu actions Palos (le « Fonds »). Vous pouvez obtenir un exemplaire des états financiers annuels sur demande et sans frais en composant le 1 514 397-0188 ou au numéro de téléphone sans frais 1 855 PALOS-88 (1 855 725-6788), en nous écrivant à l'adresse Fonds de revenu actions Palos, Relations avec les investisseurs, 1, Place Ville-Marie, bureau 1670, Montréal (Québec) H3B 2B6, ou en visitant notre site Internet à l'adresse www.palos.ca ou sur SEDAR à l'adresse www.sedar.com. Les porteurs de titres peuvent également communiquer avec nous en utilisant l'une de ces méthodes pour demander un exemplaire du rapport financier intermédiaire, des politiques et procédures de vote par procuration du Fonds, du registre de vote par procuration ou l'information trimestrielle sur le portefeuille.

Remarque concernant les énoncés prospectifs

Le présent rapport peut renfermer des énoncés prospectifs au sujet du Fonds, son rendement futur, ses stratégies, ses perspectives ainsi que toute autre décision que le Fonds pourrait prendre à l'avenir. Les termes « pourrait », « devrait », « soupçonner », « croire », « planifier », « anticiper », « estimer », « s'attendre à », « avoir l'intention de », « prévoir », « perspectives », « objectif », ou toute autre expression similaire sont employés afin d'identifier les énoncés et les renseignements de nature prospective.

Les énoncés prospectifs ne sont nullement garants du rendement futur. Ils comportent des risques et des incertitudes inhérents au Fonds à la conjoncture économique, par conséquent il est possible que les prédictions, prévisions, projections et autres énoncés prospectifs ne se matérialisent pas. Le lecteur ne devrait pas se fier indûment aux énoncés prospectifs puisqu'un certain nombre de facteurs importants pourraient faire en sorte que les faits ou les résultats réels soient considérablement différents de ceux, exprimés ou sous-entendus par un énoncé prospectif fait en lien avec le Fonds. Ces facteurs comprennent, sans s'y limiter, le contexte économique, politique et relatif aux marchés au Canada, aux États-Unis et à l'échelle internationale, les taux d'intérêt et de change, les marchés boursiers et des titres de participation à l'échelle mondiale, la concurrence en affaires, l'évolution des technologies, les changements aux lois et à la réglementation, les jugements rendus par les tribunaux ou les organismes de réglementation, les instances juridiques et les événements catastrophiques.

La précédente liste des facteurs importants pouvant avoir une incidence sur les résultats futurs n'est nullement exhaustive. Avant de prendre toute décision en matière de placement, nous vous encourageons à les examiner soigneusement, ainsi que tout autre facteur. Tous les avis contenus dans les énoncés prospectifs peuvent changer sans préavis et sont donnés de bonne foi, mais sans responsabilité juridique.

ANALYSE DU RENDEMENT PAR LA DIRECTION

La présente analyse du rendement du Fonds par la direction donne l'avis de la direction concernant les facteurs et les faits importants qui touchent le rendement et les perspectives du Fonds. Gestion Palos Inc. est le gestionnaire (le « gestionnaire ») et le conseiller du Fonds, qui est un fonds commun de placement.

Objectif et stratégies de placement

L'objectif du Fonds consiste à offrir une croissance du capital à long terme, un revenu régulier et attrayant et des rendements accrus grâce aux activités de négociation.

Pour atteindre son objectif, le Fonds investit principalement dans des titres canadiens qui procurent des revenus, comme des actions d'émetteurs canadiens qui versent des dividendes ou des titres d'emprunt choisis qui versent de l'intérêt.

La principale stratégie de placement à laquelle le Fonds a recours consiste à appliquer des méthodes de recherche qualitatives, quantitatives et comparatives afin de bâtir et gérer un portefeuille composé de titres de participation choisis de grande qualité, qui sont sous-évalués et versent des dividendes ainsi que de titres d'emprunt qui procurent des revenus. Ce portefeuille essentiel de titres correspond présentement à environ 90 % du portefeuille du Fonds. Le Fonds ne détient pas plus de 25 % de titres qui ne sont pas canadiens.

Les titres d'emprunt détenus dans le Fonds sont souvent des débentures convertibles. Les débentures convertibles sont des titres d'emprunt que le porteur peut convertir en actions ordinaires de la société émettrice (ou en espèces à la valeur équivalente) à un prix déterminé à l'avance. Lorsqu'il choisit des titres à revenu fixe pour le Fonds (qu'ils soient convertibles ou non convertibles), le gestionnaire tient compte de facteurs tels que le taux de la débenture, le risque de fluctuation des taux d'intérêt, le risque de crédit, la structure du capital de l'émetteur, l'écart de crédit (c'est-à-dire la différence entre le taux offert par la débenture et par une obligation sans risque déterminée à l'avance, comme les bons du Trésor de la Banque du Canada ayant une durée jusqu'à l'échéance semblable) et la duration (la moyenne pondérée des périodes à courir jusqu'à ce que le Fonds reçoive les flux de trésorerie de la débenture, laquelle moyenne mesure la sensibilité du cours de la débenture à son taux). Habituellement, le gestionnaire recherche des obligations ou des débentures offrant un taux élevé par rapport à leur risque de crédit et dont la duration est relativement faible. Toutefois, l'ensemble du portefeuille de titres de créance du Fonds peut comprendre des obligations ou des débentures qui ne respectent pas ces paramètres, compte tenu des éléments qui composent le reste du portefeuille et selon que l'obligation comporte ou non d'autres caractéristiques comme la convertibilité. Lorsqu'il évalue les débentures convertibles, le gestionnaire effectue une analyse en utilisant les facteurs susmentionnés et analyse également les caractéristiques propres aux débentures convertibles comme leurs clauses, la volatilité des actions sous-jacentes et la durée à courir jusqu'à l'expiration de la convertibilité. En évaluant une débenture convertible, le gestionnaire procède donc à une analyse de la volatilité des actions sous-jacentes et des caractéristiques de la débenture donnée, ainsi qu'à une analyse classique du volet revenu fixe qui tient compte du profil de crédit de la société, du rang de l'obligation convertible dans la structure du capital, de la duration de l'obligation et du taux.

Pour l'essentiel, le gestionnaire détermine la valeur de la débenture convertible en calculant la valeur actuelle des paiements de capital et d'intérêt futurs actualisée au coût de la dette et en ajoutant la valeur actuelle de l'élément convertible. Le gestionnaire procède alors à une analyse qualitative et quantitative d'une variété de facteurs, dont la duration de la débenture, son risque de crédit, la direction de la société, des facteurs macroéconomiques dont les fluctuations possibles des taux d'intérêt en vigueur, et de toutes les clauses particulières propres à la convertibilité de la débenture.

Dans certains cas, le gestionnaire justifie l'achat d'une débenture convertible par le fait qu'il puisse procéder à un arbitrage de fusions (c'est-à-dire qu'il a des motifs lui permettant de présumer qu'une société pourrait être achetée par une autre à un prix qui représente une prime par rapport au cours du marché courant de la société visée). L'achat d'une débenture convertible peut permettre au Fonds d'obtenir une exposition à un émetteur ou aux titres de ce dernier, ce qu'il ne pourrait pas obtenir par ailleurs en respectant ses paramètres et restrictions en matière de placement. Par exemple, comme elle procure un revenu d'intérêt, la débenture convertible peut constituer un placement approprié pour le portefeuille du Fonds, même si l'action sous-jacente ne conviendrait pas en soi. Toutefois, le Fonds peut acheter la débenture convertible et tirer profit des paiements de coupons tout en attendant que la fusion se produise.

Lorsqu'il choisit des titres de participation pour le Fonds, le gestionnaire privilégie les sociétés qui, d'après lui, procurent une bonne valeur. Le gestionnaire estime que de telles sociétés sont susceptibles de connaître une plus-value de leur capital et/ou d'augmenter les distributions aux épargnants, et qu'elles ont tendance à jouir d'un fort potentiel de croissance des flux de trésorerie, d'augmentations des paiements de dividendes et de rachats d'actions.

Lorsqu'il détermine quelles actions de sociétés présentent une bonne valeur, le gestionnaire a habituellement recours à divers ratios financiers qui ont comme caractéristique de servir de points de référence relatifs pour l'ensemble des sociétés et des secteurs. Le gestionnaire met surtout l'accent sur six ratios financiers : le ratio bénéfice/cours, le ratio emprunt/BAIIA, les flux de trésorerie par action, le rendement des capitaux propres, le ratio cours/bénéfice (ratio c/b) et le rendement des flux de trésorerie disponibles.

Ratio bénéfice/cours

Le ratio bénéfice/cours représente le bénéfice par action pour la dernière période (en général 12 mois) divisé par le cours actuel par action. Le ratio bénéfice/cours (qui est l'inverse du ratio cours/bénéfice) indique le pourcentage de chaque dollar investi dans les actions que la société a gagné. Le gestionnaire prend en considération l'écart entre le ratio bénéfice/cours comparé au cours de l'action et le rendement des obligations du Trésor américain, que l'on appelle quelquefois écart du ratio bénéfice/cours. Un écart important représente une bonne valeur, particulièrement si on fait la comparaison avec les obligations, et par conséquent, indique au gestionnaire qu'il s'agit d'un achat intéressant.

Ratio emprunt/BAIIA

Le gestionnaire examine également le pourcentage que les emprunts d'une société représentent par rapport à son bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements ou BAIIA. Un ratio peu élevé indique que la société est en mesure de rembourser ses dettes ou de contracter des emprunts additionnels, ce qui lui permet de financer l'expansion de ses activités ou de racheter des actions. À l'inverse, un ratio emprunt/BAIIA élevé suggère que la société pourrait ne pas être en mesure de rembourser ses dettes et les intérêts connexes au fur et à mesure qu'ils deviennent exigibles, ce qui pourrait éventuellement mener à sa restructuration ou à sa faillite.

Flux de trésorerie par part

Les flux de trésorerie par part (aussi appelés flux de trésorerie disponibles par action) représentent le quotient obtenu par la division des flux de trésorerie par le nombre total de parts en circulation. Il s'agit d'une mesure qui calcule la flexibilité financière de la société. Plus la société a des flux de trésorerie disponibles, plus elle est en mesure de mener à bien diverses opérations, comme le remboursement de ses dettes, le paiement de dividendes et leur augmentation, le rachat d'actions et des initiatives visant la croissance de l'entreprise. Le montant des flux de trésorerie disponibles par part peut également servir de prévision préliminaire des cours futurs des actions. Par exemple, si le cours d'une part d'une société est faible et que les flux de trésorerie disponibles sont en hausse, le gestionnaire estime qu'il s'agit d'un indicateur positif que le bénéfice et la valeur de l'action augmenteront bientôt. En effet, si la valeur des flux de trésorerie par action est élevée, le bénéfice par action est susceptible de l'être également.

Rendement des capitaux propres

Le rendement des capitaux propres correspond au montant du bénéfice net en pourcentage des capitaux propres de l'entreprise. Il mesure la rentabilité de l'entreprise en faisant ressortir l'ampleur du bénéfice généré par les capitaux que les porteurs de parts ont investis dans les actions ordinaires (les actions privilégiées sont généralement exclues, tout comme les dividendes auxquels elles donnent droit). Le bénéfice net s'applique à l'ensemble de l'exercice (avant les dividendes versés aux actionnaires ordinaires, mais après les dividendes au titre des actions privilégiées). Les capitaux propres n'incluent pas les actions privilégiées. Le gestionnaire se sert du rendement des capitaux propres pour comparer la rentabilité d'une société à celle des autres sociétés du même secteur. Si le rendement des capitaux propres d'une société donnée est particulièrement élevé par rapport à celui de ses pairs, il se peut que cette société représente une bonne valeur et, par conséquent, une bonne occasion d'achat.

Ratio cours/bénéfice

Le ratio cours/bénéfice ou ratio c/b est l'un des ratios financiers les plus couramment utilisés. En général, lorsqu'une entreprise affiche un ratio c/b élevé, le marché s'attend à ce que la croissance future de son bénéfice soit supérieure à celle d'entreprises ayant un ratio c/b plus faible. Par contre, un ratio c/b élevé peut aussi signifier que l'entreprise est surévaluée. Le gestionnaire privilégie les sociétés ayant un ratio c/b faible puisqu'un tel ratio signifie que le bénéfice plutôt que les attentes du marché à l'égard d'une croissance future représente un élément important du cours boursier de la société. Le gestionnaire admet également qu'il est impossible de prendre une décision en se fondant uniquement sur le ratio c/b. Le dénominateur (bénéfice) est fondé sur une mesure comptable du bénéfice qui est susceptible d'être manipulée, rendant la qualité du ratio c/b tributaire de celle du bénéfice sous-jacent.

Rendement des flux de trésorerie disponibles

Le rendement des flux de trésorerie disponibles est une mesure des flux de trésorerie disponibles par part que l'on s'attend à ce qu'une société obtienne par rapport à son cours boursier par part. Comparativement au ratio cours/bénéfice, le rendement des flux de trésorerie disponibles est une mesure plus standardisée qui élimine bon nombre des problèmes que comporte l'évaluation de la qualité du bénéfice déclaré par une société. Comme les flux de trésorerie disponibles tiennent compte des dépenses en immobilisations et d'autres frais continus qu'une entreprise engage pour maintenir son exploitation, le gestionnaire estime que le rendement des flux de trésorerie disponibles représente, de façon plus exacte que le ratio cours/bénéfice, le rendement que les actionnaires reçoivent du fait qu'ils sont propriétaires d'une entreprise. Lorsqu'il choisit des titres de participation, le gestionnaire examine d'autres facteurs que les ratios financiers décrits précédemment. Il examine également des facteurs macroéconomiques comme les taux de change, la demande des consommateurs, la politique fiscale, les facteurs géopolitiques qui pourraient avoir un effet sur le prix des marchandises, et la qualité de la direction de la société. Le gestionnaire admet que le cours des actions peut être influencé par une grande variété de facteurs et que la décision d'investir nécessite des connaissances dans toute une gamme de domaines. Le gestionnaire tente d'examiner tous ces facteurs tout en privilégiant des placements axés sur la valeur comme le préconise sa philosophie.

En plus de sa stratégie principale, le gestionnaire cherche à rehausser le rendement grâce à cinq stratégies de négociation secondaires ciblées à court terme :

1. Opérations simultanées, par lesquelles le gestionnaire choisit un titre qui est soit sous-évalué, soit surévalué, et achète (ou vend) le titre et prend simultanément une mesure contraire à l'égard de l'indice du titre. Par exemple, le gestionnaire pourrait établir que les actions ordinaires de la Banque ABC sont surévaluées. Le gestionnaire emprunterait alors un certain nombre d'actions ordinaires de la Banque ABC et les vendrait à découvert tout en achetant simultanément un titre qui correspond à un indice dont les titres de la Banque ABC font partie. Cette stratégie élimine en réalité le risque relatif au marché découlant des opérations simultanées;
2. Opérations sur titres offerts dans le cadre d'un placement par un syndicat financier, par lequel le gestionnaire investit dans des titres offerts sur le marché pour la première fois, tout en vendant simultanément l'indice à découvert. Le prix des nouvelles émissions est souvent établi un peu en dessous de la valeur en vue d'encourager les épargnants à acheter le titre. Cette stratégie élimine en réalité le risque du marché découlant d'un placement dans le cadre d'une nouvelle émission;
3. Arbitrage sur des titres visés par une fusion, par lequel le gestionnaire fait des opérations sur des titres d'un acquéreur dans le cadre d'une fusion tout en prenant simultanément une mesure contraire à l'égard de l'indice du titre. L'opération réelle sera fonction du point de vue du gestionnaire quant à savoir si l'opération sera vraisemblablement réalisée;
4. Opération simultanée statistique, par laquelle le gestionnaire choisit des titres qui se négocient historiquement en corrélation étroite, mais qui, pour une raison particulière, se sont dissociés. La stratégie de négociation réelle sera fonction de la nature de la dissociation; et
5. Capture des dividendes, par laquelle le gestionnaire achète un titre juste avant la date ex-dividende et vend le titre juste après que le dividende est versé. Cette stratégie tire parti d'un versement de dividendes tout en limitant le risque.

Le Fonds ne peut utiliser les instruments dérivés que dans la mesure permise par les règlements en valeurs mobilières pour accroître son revenu. Ces opérations seront conclues parallèlement aux autres

stratégies de placement du Fonds de la manière considérée comme étant la plus indiquée pour l'atteinte des objectifs de placement du Fonds et pour la création de revenus supplémentaires pour le Fonds.

Le Fonds a obtenu une dispense des autorités en valeurs mobilières afin de lui permettre d'effectuer des opérations de vente à découvert. Pour déterminer si les titres d'un émetteur en particulier devraient être vendus à découvert, le gestionnaire procède aux mêmes analyses que celles qui sont décrites ci-dessus pour décider s'il doit acheter les titres. Le Fonds effectuera des opérations de vente à découvert comme complément à la principale pratique actuelle du Fonds qui consiste à acheter des titres en prévision d'une augmentation de leur valeur marchande.

Le Fonds peut provisoirement acheter ou vendre des titres de fonds négociés en bourse en vue d'atténuer le risque systématique inhérent aux stratégies de placement du Fonds. Ces fonds ne seront pas gérés par le gestionnaire ni un membre de son groupe ni une personne avec qui il a des liens. À aucun moment la participation du Fonds dans un des fonds négociés en bourse ne sera supérieure à 10 %. Les critères de sélection pris en compte par le gestionnaire à l'égard des fonds négociés en bourse seront limités à des fonds en particulier correspondant à la stratégie de placement par l'entremise d'un syndicat financier ou d'arbitrage sur titres visés par une fusion applicable qui est mise en œuvre.

Risques

Les risques globaux associés à un placement dans les titres du Fonds font l'objet d'un exposé dans son prospectus simplifié. Il n'y a eu aucune modification importante apportée au Fonds au cours de la période visée par le rapport, laquelle aurait eu une incidence sur le niveau de risque global auquel est exposé le Fonds.

Ce Fonds convient à un épargnant dont l'horizon de placement est de moyen à long terme, qui a besoin d'un revenu trimestriel, qui souhaite ajouter à son portefeuille la possibilité de plus-value offerte par les titres de participation et qui peut accepter un risque modéré.

Résultats d'exploitation

Au 31 décembre 2022, le Fonds de revenu actions Palos, série A (PAL101) a enregistré un rendement total par part de -8,8 % pour l'ensemble de l'année, après déduction des frais et des charges.

La série F (PAL102) a produit un rendement par part de -8,0 %. Veuillez consulter la rubrique « Rendement passé » pour les détails des rendements par série. Les différences de rendement entre chaque série de parts de fonds sont principalement attribuables au fait que le fonds est classé selon le mode « conseil » (série A) ou « discrétionnaire » (série F). Conformément aux pratiques et aux règles habituelles du secteur établies par les organismes de réglementation, les frais de gestion sont souvent différenciés par catégorie.

L'indice de référence du Fonds est l'indice composé de rendement total S&P/TSX. L'indice est un indice d'actions pondéré en fonction de la capitalisation boursière qui suit le rendement des plus grandes sociétés cotées à la Bourse de Toronto (TSX). L'indice composé de rendement total S&P/TSX tient compte des dividendes réinvestis et les investisseurs le consultent pour suivre le rendement collectif des sociétés qui le composent. Pour être incluses dans l'indice, les sociétés doivent respecter des exigences strictes en matière de liquidité et de capitalisation boursière.

L'indice composé de rendement total S&P/TSX a vu sa valeur marchande diminuer de 5,8 % pour la période de 12 mois terminée le 31 décembre 2022.

Le rendement total par part de la série A du Fonds de revenu actions Palos (PAL101), incluant les distributions, a été de -8,8 %. Les séries A et F ont été légèrement distancées par l'indice de référence, qui a inscrit un rendement total négatif de -5,8 %. Il est important de noter que le Fonds de revenu actions Palos (PAL101) maintient une pondération cible de titres à revenu fixe de 10,0 %. Au 31 décembre, la pondération cible des titres à revenu fixe du fonds était de 9,8 %.

Rendement sectoriel

Les secteurs les plus performants au Canada ont été l'énergie, +31,1 %, et les biens de consommation de base, +10,6 %. Les secteurs de l'industrie et des matériaux ont légèrement progressé de 1,85 % et de 3,9 %, respectivement. Les secteurs les moins performants ont été la santé à -60,8 %, les technologies de l'information à -50,6 % et l'immobilier,-21,5 %. Il convient de noter que le secteur canadien de la santé a tendance à être dominé par des sociétés liées au cannabis, tandis que le secteur américain est plus diversifié.

Dans le secteur de l'énergie, le fonds a enregistré des gains exceptionnels. L'indice de l'énergie S&P/TSX a progressé de 55,6 %, dividendes compris. Les cinq principaux placements du fonds dans le secteur de l'énergie sont Canadian Natural Resources Inc., +49,8 %, Tourmaline Oil, +88,3 %, Topaz Energy, +24,7 %, Secure Energy Services Inc., +38,5 % et Tamarack Valley Energy Ltd., +18,8 %. Au 31 décembre, ces cinq titres représentaient 8,6 % de la pondération du Fonds.

Le secteur des technologies de l'information connaît son année la plus difficile depuis la crise financière de 2008. Les titres technologiques, qui sont généralement considérés comme des titres de croissance, ont été touchés par les taux d'intérêt élevés et la possibilité d'un ralentissement économique. Lorsque les taux augmentent, les coûts d'emprunt augmentent aussi, ce qui a habituellement une incidence sur la croissance. Le fournisseur de services de commerce électronique Shopify Inc., qui à un moment donné en 2021 est devenu la plus importante société canadienne en termes de capitalisation boursière, a reculé de 73,0 % en 2022. La société technologique de paiement Nuvei Corp. a perdu 58,0 % et Open Text Corp., 31,4 %.

Le secteur de la finance reste le secteur ayant la pondération la plus élevée dans le Fonds. La Banque de Montréal (pondération de 5,2 %), la Banque Royale du Canada (4,2 %), la Banque TD (4,2 %) et la Banque de Nouvelle-Écosse (3,6 %) ont été les quatre principaux placements de base en pourcentage. En 2022, le sous-indice des banques S&P/TSX a inscrit un rendement de -9,3 %, dividendes compris. Le ralentissement économique et le resserrement des conditions financières ont exercé des pressions sur la qualité des actifs, les perspectives de croissance et la répartition du financement. Même si la hausse des taux d'intérêt a eu un effet favorable, compte tenu de l'amélioration du revenu d'intérêts net, l'appétit des sociétés pour les nouvelles émissions et les fusions et acquisitions a nui.
La baisse des prix des actifs a eu une incidence sur les revenus tirés de la gestion de patrimoine, parce que la valeur marchande des actifs gérés a chuté. Nous croyons toujours que les banques canadiennes sont attrayantes, compte tenu de leurs antécédents fiables en matière de croissance des dividendes et de la sécurité relative du secteur bancaire canadien.

Au deuxième semestre, nous avons réduit le nombre de nos placements. Nous avons baissé notre exposition aux services de communication en vendant Québecor Inc. et en limitant notre exposition à l'immobilier en vendant des positions dans Canadian Net REIT et Nexus Industrial REIT. Nous croyons que le resserrement des politiques monétaires aura une incidence continue sur le secteur.

Diversification

Le Fonds reste bien diversifié dans l'ensemble des onze secteurs, les plus fortement pondérés étant ceux de la finance (22,2 %), de l'énergie (18,0 %) et de l'industrie (12,1 %). Le 31 décembre, le fonds détenait 81 actions différentes. L'exposition aux titres à revenu fixe s'est établie à 9,8 %, y compris une pondération de 3,3 % dans le iShares 1-to-5-year Laddered Government Bond ETF et une pondération de 3,3 % dans le iShares 1-to-5-year Laddered Corporate Bond ETF. Le Fonds affichait également une pondération de 3,2 % en débentures convertibles. Les fonds échelonnés sont des fonds négociés en bourse gérés par Gestion d'actifs BlackRock Canada. Ces titres sont structurés de façon à reproduire les portefeuilles d'échéances échelonnées dans les obligations d'État et les obligations de sociétés canadiennes.

Événements récents

En 2022, le rendement de presque toutes les catégories d'actif a été négatif. Les cours des actions mondiales, des obligations, de l'immobilier, des produits de base et des monnaies numériques ont chuté pendant la majeure partie de l'année, alors qu'un marché baissier mondial s'installait. Les « coupables » sont bien connus. L'inflation a atteint son plus haut niveau depuis les années 1980, lorsque les politiques monétaires expansionnistes mises en œuvre durant la pandémie ont commencé à faire effet. La réaction du Federal Open Market Committee (FOMC), c'est-à-dire la « Fed », a été de relever énergiquement les taux d'intérêt, dans une volonté de maîtriser les pressions inflationnistes. En théorie, la hausse des taux devrait faire baisser les prix des actifs, freiner l'appétit de dépenses des consommateurs, lutter contre la hausse rapide des salaires liée à la robustesse du marché de l'emploi (surtout dans le secteur des services) et alléger les pressions inflationnistes attribuables à la liquidité excessive dans le système qui, à son tour, surchauffe l'économie.

Après une première hausse de 0,25 % des taux d'intérêt décrétée lors de la réunion de mars de la Fed, celle-ci a relevé de manière inédite les taux à sept reprises tout au long de 2022, y compris quatre hausses consécutives de 0,75 % entre ses réunions de mai et novembre (la Fed se réunit 10 fois par an). Lors de sa dernière réunion de l'année qui s'est tenue le 15 décembre, les taux d'intérêt sont passés d'une fourchette cible de 0,25 % à 0,50 % en mars à une fourchette cible de 4,25 % à 4,50 % à la fin de l'année : soit une multiplication remarquable par dix-sept!

Le président de la Fed, Jerome Powell, a été appuyé à l'unanimité par ses collègues votants, qui confirmaient ainsi leur détermination à maintenir une politique de taux d'intérêt énergique. M. Powell a été clair : les taux d'intérêt resteront élevés jusqu'à ce que les données économiques montrent que les pressions inflationnistes sont maîtrisées. Sur une note positive, de nombreux indicateurs avancés au quatrième trimestre donnent à penser que les prix ont commencé à baisser. Cela comprend l'énergie, les aliments, les maisons, les loyers, les automobiles d'occasion, les matériaux industriels et les coûts d'expédition. Malgré les récentes tendances, l'obsession de la Fed reste centrée sur l'inflation des salaires découlant du resserrement du marché de l'emploi. Cette hausse des prix pourrait s'avérer plus difficile à résoudre, étant donné que la main-d'œuvre vieillit et que les possibilités d'emploi restent nombreuses.

L'inflation et les taux d'intérêt n'étaient pas les seules préoccupations. L'attaque brutale de la Russie contre l'Ukraine a exacerbé l'incertitude géopolitique et provoqué une crise énergétique en Europe. Les confinements provoqués par la COVID-19 en Chine ont persisté jusqu'à la fin de l'année et l'effondrement de plusieurs plateformes de monnaies numériques a incité les investisseurs à limiter leur appétit pour les actifs plus risqués. L'incertitude est importante et, comme les lecteurs réguliers de nos bulletins le savent, les marchés détestent l'incertitude. Enfin, 2022 est entrée dans l'histoire et, du point de vue des investisseurs, nous lui disons « bon débarras! »

Les marchés ont continué d'afficher une forte volatilité tout au long du quatrième trimestre. Cependant, contrairement aux trois premiers trimestres de l'année, les marchés boursiers des deux côtés de la frontière ont montré une plus grande résilience. À la clôture des négociations le 30 décembre, l'indice composé S&P/TSX avait progressé de 5,1 % au quatrième trimestre. Aux États-Unis, l'indice général S&P 500 avait grimpé de 7,1 % et l'indice Dow Jones des titres de premier ordre du secteur de l'industrie d'un impressionnant 15,4 %. En raison de la faiblesse des actions de croissance, l'indice composé NASDAQ, dans lequel le secteur de la technologie est fortement représenté, a continué de tirer de l'arrière et a chuté de 1,0 %. Bien qu'elles aient atteint de nouveaux creux à la mi-octobre, les actions ont progressé au cours des 10 dernières semaines et même si les ventes à perte à des fins fiscales ont eu une incidence sur les dernières semaines de décembre, nous avons bien accueilli les gains du quatrième trimestre. Nous estimons que cette nouvelle est encourageante et croyons qu'il y a des raisons d'être optimistes. Les données sur l'inflation de base commencent à envoyer des signaux indiquant que la tendance pourrait s'inverser puisque les stocks augmentent, que les goulots d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement se desserrent et que plusieurs sociétés bien en vue ont annoncé des licenciements. Les prix de l'énergie ont largement reculé par rapport aux sommets de 2022, ce qui est une bonne nouvelle pour les ménages. Si nous utilisons l'histoire comme indicateur, une série de données positives concernant le pic inflationniste ou la baisse des taux obligataires devrait être favorable aux actions. Les produits de base comme le cuivre, l'acier, le bois d'œuvre et les métaux industriels ont chuté considérablement depuis leur sommet du printemps 2022. Il est tout aussi important de prêter attention au ton des commentaires de la Fed, parce que tout changement vers un ton plus conciliant que ferme pourrait sous-entendre que la Fed est sur le point de changer de tactique.

Quelques dernières réflexions. Les marchés baissiers sont un sous-produit normal du cycle économique. Il faut s'y attendre, mais nous devons garder à l'esprit qu'ils ne durent pas éternellement. Les creux se produisent sans préavis formel et l'histoire nous a montré à de nombreuses reprises que le vent tournera en même temps que les mauvaises nouvelles et un pessimisme généralisé. À notre avis, le cycle actuel se distinguera peu des autres. Les gestionnaires du fonds comptent des dizaines d'années d'expérience, et nous restons convaincus que la première étape du prochain marché haussier sera bientôt franchie, même si le fait d'essayer de deviner à quel moment précis cela se produira est, selon nous, une erreur. Il est primordial de rester rigoureux et de conserver une vision à long terme, ainsi qu'une gestion active du risque.

Opérations entre apparentés

Gestion Palos Inc., qui agit en qualité de gestionnaire et de conseiller en valeurs du Fonds, est réputée être un apparenté du Fonds. Gestion Palos Inc. et le Fonds n'ont été partie à aucune autre opération entre apparentés au cours du dernier exercice.

Le comité d'examen indépendant du Fonds (le « CEI ») a examiné la question de savoir si les rôles de gestionnaire et de conseiller en valeurs de Gestion Palos Inc. constituaient un conflit d'intérêts nécessitant l'établissement d'instructions permanentes et a conclu que ce n'était pas le cas. Néanmoins, le CEI réexaminera l'entente à l'occasion afin de s'assurer que Gestion Palos Inc., en sa double capacité de gestionnaire du fonds d'investissement et de gestionnaire de portefeuille, remplit adéquatement ses fonctions. Dans le cadre de son analyse, le CEI examinera les critères suivants : le rendement du Fonds par rapport à d'autres fonds de la même catégorie, le montant des honoraires versés au gestionnaire en fonction du rendement du Fonds et le montant des actifs gérés au sein du Fonds. Gestion Palos Inc. s'est fiée à l'approbation du CEI en procédant de cette manière.

Gestionnaire, fiduciaire et conseiller en valeurs

Gestion Palos Inc. est le gestionnaire et le conseiller en valeurs du Fonds. Société de fiducie Computershare du Canada est le fiduciaire du Fonds.

Dépositaire

NBIN Inc., une filiale de la Banque Nationale, est le dépositaire du Fonds.

Agent chargé de la tenue des registres

SGGG Fund Services Inc. est l'agent chargé de la tenue des registres du Fonds et tient un registre des porteurs de parts du Fonds depuis le 1er juillet 2016.

FRAIS DE GESTION

Les frais de gestion payés par le Fonds sont calculés mensuellement sur la base d'un douzième des frais de gestion annualisés par série appliqués à la valeur liquidative par série au dernier jour ouvrable du mois précédent.

Série	Commissions de suivi (%)	Autre (%)
A	0,75	0,75
F	0,00	0,75

Autre – comprend l'administration quotidienne du Fonds, les services de conseils en placement et la rémunération du gestionnaire.

FAITS SAILLANTS FINANCIERS
Série A

Les tableaux qui suivent présentent les données financières clés du Fonds et ont pour but de vous aider à comprendre le rendement financier du Fonds pour les six derniers exercices.

Actif net par part du Fonds [1]	**2022**	**2021**	**2020**	**2019**	**2018**	**2017**
Actif net au début de la période	**7,24 $**	**6,38 $**	**5,72 $**	**5,35 $**	**6,68 $**	**6,38 $**
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation :						
Total des produits	0,19	0,17	0,16	0,18	0,16	0,18
Total des charges	(0,19)	(0,20)	(0,15)	(0,17)	(0,16)	(0,16)
Gains réalisés (pertes) pour la période	0,10	0,82	0,20	0,01	0,27	0,40
Gains latents (pertes) pour la période	(0,73)	0,61	0,52	0,74	(1,20)	0,30
Total de l'augmentation (de la diminution) provenant de l'exploitation [2]	**(0,63)**	**1,40**	**0,73**	**0,76**	**(0,93)**	**0,72**
Distributions :						
Provenant du revenu (à l'exclusion des dividendes)	0,00	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00
Provenant des dividendes	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00
Provenant des gains en capital	0,04	0,54	0,01	0,00	0,23	0,34
Remboursement du capital	0,06	0,00	0,08	0,38	0,17	0,06
Total des distributions annuelles [3]	**0,10**	**0,54**	**0,10**	**0,40**	**0,40**	**0,40**
Actif net, fin de période	**6,51 $**	**7,24 $**	**6,38 $**	**5,72 $**	**5,35 $**	**6,68 $**

Ratios/données supplémentaires	**2022**	**2021**	**2020**	**2019**	**2018**	**2017**
Valeur liquidative totale (en milliers de dollars) [1]	20 332	22 005	17 924	17 011	15 862	19 092
Nombre de parts en circulation (en milliers)	3 124	3 038	2 808	2 976	2 966	2 857
Ratio des frais de gestion [2]	2,64 %	2,62 %	2,66 %	2,71 %	2,52 %	2,51 %
Ratio des frais de gestion avant renonciations ou absorptions	2,64 %	2,62 %	2,66 %	2,71 %	2,52 %	2,51 %
Ratio des frais d'opérations [3]	0,16%	0,18%	0,33%	0,18%	0,31 %	0,29 %
Taux de rotation des titres en portefeuille	67,39%	68,29%	97,73%	63,56%	91,30 %	73,31 %
Valeur liquidative par part	6,51 $	7,24 $	6,38 $	5,72 $	5,35 $	6,68 $

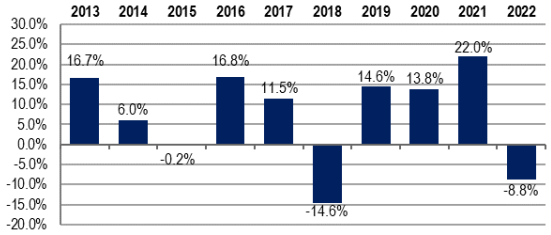
Les notes explicatives sont présentées à la rubrique « Notes explicatives des faits saillants financiers » à la fin de la section.

RENDEMENT PASSÉ

L'information présentée ci-dessous suppose que la totalité des distributions versées par le Fonds au cours des périodes indiquées a été réinvestie dans des parts additionnelles du Fonds et ne tient pas compte des frais de vente et de rachat, ni des distributions et autres charges facultatives qui auraient réduit les rendements. Les rendements passés ne sont pas nécessairement des indicateurs des rendements futurs du Fonds.

Rendements annuels

Le graphique à bandes qui suit présente le rendement annuel du Fonds pour chacun des exercices présentés et fait ressortir la variation du rendement du Fonds d'un exercice à l'autre. Il indique, sous forme de pourcentages, quelle aurait été la variation à la hausse ou à la baisse, au premier jour d'une période, d'un placement dans les parts du Fonds détenu au dernier jour de chaque période.



Rendements annuels composés

Le tableau indique les rendements totaux annuels composés pour chacune des périodes indiquées closes le 31 décembre 2022. Les rendements sont comparés à ceux de l'indice composé de rendement total S&P/TSX pour la même période.

Ensemble du portefeuille	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	Depuis la création
Ensemble des parts de série A	**(8,8)%**	**8,2%**	**4,4%**	**7,1%**	**5,4%**
Indice composé de rendement total S&P/TSX	(5,8)%	7,5%	6,9%	7,7%	5,8%

FAITS SAILLANTS FINANCIERS
Série F

Les tableaux qui suivent présentent les données financières clés du Fonds et ont pour but de vous aider à comprendre le rendement financier du Fonds pour les derniers exercices.

Actif net par part du Fonds [1]	**2022**	**2021**	**2020**	**2019**	**2018**	**2017**
Actif net au début de la période	**7,77 $**	**6,96 $**	**6,17 $**	**5,69 $**	**7,03 $**	**6,67 $**
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation :						
Total des produits	0,21	0,19	0,18	0,19	0,17	0,19
Total des charges	(0,14)	(0,16)	(0,12)	(0,13)	(0,11)	(0,16)
Gains réalisés (pertes) pour la période	0,12	0,91	0,15	0,01	0,28	0,45
Gains latents (pertes) pour la période	(0,85)	0,68	0,20	0,79	(1,28)	0,35
Total de l'augmentation (de la diminution) provenant de l'exploitation [2]	**(0,66)**	**1,62**	**0,42**	**0,86**	**(0,94)**	**0,83**
Distributions :						
Provenant du revenu (à l'exclusion des dividendes)	0,00	0,00	0,00	0,06	0,00	0,00
Provenant des dividendes	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00
Provenant des gains en capital	0,05	0,78	0,01	0,00	0,23	0,38
Remboursement du capital	0,05	0,00	0,70	0,34	0,17	0,02
Total des distributions annuelles [3]	**0,10**	**0,78**	**0,10**	**0,40**	**0,40**	**0,40**
Actif net, fin de période	**7,05 $**	**7,77 $**	**6,96 $**	**6,17 $**	**5,69 $**	**7,03 $**

Ratios/données supplémentaires	**2022**	**2021**	**2020**	**2019**	**2018**	**2017**
Valeur liquidative totale (en milliers de dollars) [1]	6 436	7 723	7 252	8 509	9 040	11 160
Nombre de parts en circulation (en milliers)	913	994	1 042	1 380	1 587	1 588
Ratio des frais de gestion [2]	1,78 %	1,77 %	1,81 %	1,86 %	1,67 %	2,41 %
Ratio des frais de gestion avant renonciations ou absorptions	1,78 %	1,77 %	1,81 %	1,86 %	1,67 %	2,41 %
Ratio des frais d'opérations [3]	0,15%	0,19%	0,17%	0,19%	0,31 %	0,32 %
Taux de rotation des titres en portefeuille	67,39%	68,29%	97,73%	63,56%	91,30 %	73,31 %
Valeur liquidative par part	7,05 $	7,77 $	6,96 $	6,17 $	5,69 $	7,03 $

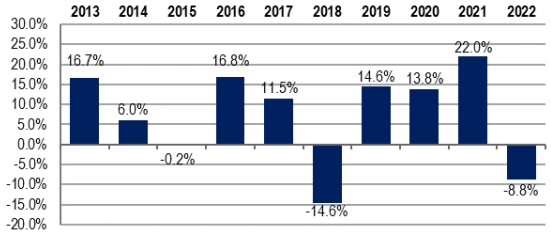
Les notes explicatives sont présentées à la rubrique « Notes explicatives des faits saillants financiers » à la fin de la section.

RENDEMENT PASSÉ

L'information présentée ci-dessous suppose que la totalité des distributions versées par le Fonds au cours des périodes indiquées a été réinvestie dans des parts additionnelles du Fonds et ne tient pas compte des frais de vente et de rachat, ni des distributions et autres charges facultatives qui auraient réduit les rendements. Les rendements passés ne sont pas nécessairement des indicateurs des rendements futurs du Fonds.

Rendements annuels

Le graphique à bandes qui suit présente le rendement annuel du Fonds pour chacun des exercices présentés et fait ressortir la variation du rendement du Fonds d'un exercice à l'autre. Il indique, sous forme de pourcentages, quelle aurait été la variation à la hausse ou à la baisse, au premier jour d'une période, d'un placement dans les parts du Fonds détenu au dernier jour de chaque période.



Rendements annuels composés

Le tableau indique les rendements totaux annuels composés pour chacune des périodes indiquées closes le 31 décembre 2022. Les rendements sont comparés à ceux de l'indice composé de rendement total S&P/TSX pour la même période.

	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	Depuis la création
Parts de série F	(8,0)%	9,1%	5,3%	7,9%	7,8%
Indice composé de rendement total S&P/TSX	(5,8)%	7,5%	6,9%	7,7%	5,8%

APERÇU DU PORTEFEUILLE

Au 31 décembre 2022

Le portefeuille par catégorie

Les tableaux qui suivent présentent les principales catégories du portefeuille et les 25 principaux placements du Fonds à la fin de la période. L'aperçu du portefeuille de placement peut évoluer en raison d'opérations effectuées en permanence dans le portefeuille du Fonds et une mise à jour trimestrielle est disponible.

Pondérations selon la région (%)	
Canada	100,0 %
États-Unis	0,0 %
Total	100,0 %

Pondérations selon le secteur (%)	
Consommation discrétionnaire	3,8 %
Biens de consommation de base	0,8 %
Énergie	18,0 %
Finance	22,2 %
Santé	1,8 %
Industrie	12,1 %
Technologies de l'information	7,0 %
Matériaux	8,7 %
Services de communication	2,3 %
Services aux collectivités	6,0 %
Immobilier	7,2 %
Espèces	0,3 %
Revenu fixe	9,8 %
Total	100,0 %

Ventilation du portefeuille selon les positions acheteur et vendeur (%)	
Positions acheteur	99,7 %
Positions vendeur	0,0 %
Espèces	0,3 %
Total	100,0 %

Pondérations selon la catégorie d'actif (%)	
Actions ordinaires	89,9 %
Actions privilégiées	0,0 %
Revenu fixe	9,8 %
Espèces	0,3 %
Total	100,0 %

Total 25 principales positions (%)	
Banque de Montréal	5,10 %
Banque Royale du Canada	4,07 %
La Banque Toronto-Dominion	4,07 %
La Banque de Nouvelle-Écosse	3,46 %
FINB BMO obligations fédérales à court terme	3,33 %
FINB BMO obligations de sociétés à court terme	3,27 %
Canadian Natural Resources Ltd	2,59 %
TELUS Corp.	2,31 %
Banque Nationale du Canada	2,26 %
Tourmaline Oil Corp.	1,69 %
Chemin de fer Canadien Pacifique Limitée	1,67 %
Compagnie des chemins de fer nationaux du Canada	1,59 %
Teck Resources Ltd	1,54 %
Topaz Energy Corp.	1,44 %
Wheaton Precious Metals Corp.	1,42 %
Secure Energy Services Inc.	1,36 %
Tamarack Valley Energy Ltd	1,32 %
Keyera Corp.	1,31 %
InterRent Real Estate Investment Trust	1,22 %
ADENTRA Inc.	1,22 %
Parkland Corp.	1,19 %
Magnet Forensics Inc.	1,17 %
North American Construction Group Ltd 5,50% 30 juin 2028 CONV. 24.75 $	1,17 %
TFI International Inc.	1,14 %
Northland Power Inc.	1,14 %
25 principales positions	52,05 %

La valeur liquidative totale du Fonds au 31 décembre 2022 s'élevait à 26,77 M$.

NOTES EXPLICATIVES DES FAITS SAILLANTS FINANCIERS

Actif net par part

(1) Cette information provient des états financiers annuels audités du Fonds. Avant 2012, l'actif net par titre présenté dans les états financiers diffère de la valeur liquidative calculée aux fins de l'établissement du prix des parts du Fonds. Ces écarts sont expliqués dans les notes annexes aux états financiers. Cet écart s'explique par le fait que la valeur liquidative calculée aux fins de l'établissement du prix des parts du Fonds est fondée sur le cours réel, alors que l'actif net par part présenté dans les états financiers est fondé sur le cours acheteur de clôture, conformément aux PCGR. En 2014, les états financiers sont passés aux normes comptables IFRS et cet écart n'existe plus, car la valeur liquidative calculée aux fins d'établissement du prix des parts du Fonds est la même que celle utilisée dans les états financiers IFRS. Ce changement a été appliqué rétrospectivement aux états financiers de 2012 et de 2013.

(2) L'actif net et les distributions sont fondés sur le nombre réel de parts en circulation au moment considéré. L'augmentation/ la diminution de l'actif net provenant de l'exploitation est fondée sur la moyenne pondérée du nombre de parts en circulation au cours de la période. Ce tableau ne se veut pas un rapprochement entre l'actif net par part à l'ouverture et à la clôture de la période.

(3) Les distributions ont été versées en espèces aux porteurs de parts qui ont demandé un paiement en espèces. Pour les autres porteurs de parts, les distributions ont été réinvesties dans des parts additionnelles du Fonds.

Ratios et données supplémentaires

(1) Ces renseignements sont fournis en date du 31 décembre de l'exercice indiqué.

(2) Le ratio des frais de gestion s'appuie sur le total des frais (à l'exclusion des commissions et autres frais d'opérations du portefeuille) pour la période indiquée et est exprimé en pourcentage annualisé de la moyenne quotidienne de la valeur liquidative au cours de la période.

(3) Le ratio des frais d'opérations représente le total des commissions et des autres frais d'opérations et est exprimé en pourcentage annualisé de la moyenne quotidienne de la valeur liquidative au cours de la période.

(4) Le taux de rotation des titres en portefeuille du Fonds indique dans quelle mesure le conseiller en valeurs du portefeuille du Fonds gère activement les placements de celui-ci. Un taux de rotation des titres en portefeuille de 100 % signifie que le Fonds achète et vend tous les titres de son portefeuille une fois au cours de l'exercice. Plus le taux de rotation des titres en portefeuille du Fonds est élevé pour un exercice, plus les coûts d'opérations payables par le Fonds sont élevés pour l'exercice, et plus il est probable qu'un investisseur réalisera des gains en capital imposables pour l'exercice. Il n'y a pas nécessairement de lien entre un taux de rotation élevé et le rendement d'un fonds.

Le prospectus et d'autres renseignements concernant le Fonds sont accessibles sur Internet à l'adresse www.sedar.com.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec votre conseiller en placement ou avec :

Gestion Palos Inc.
1 Place Ville-Marie, bureau 1670
Montréal (Québec) Canada H3B 2B6
À l'attention de : Relations avec les investisseurs

Sans frais : 1 855 PALOS-88 (1 855 725-6788)
Internet : www.palos.ca
Courriel : info@palos.ca