



## LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE - FÉVRIER 2020

Chers porteurs de parts,

Bienvenue à notre commentaire mensuel de février — j'ai bien peur qu'il ne soit déjà plus à jour! Il va sans dire que nous traversons une période volatile. Les marchés réagissent en même temps à l'impact potentiel du virus Covid-19 ainsi qu'à la rupture de l'OPEP. Nos partenaires de longue date savent que nous saluons la volatilité. Elle nous permet d'acheter les entreprises que nous aimons lorsqu'elles sont bon marché et de les vendre lorsque leur cours est élevé. Voilà notre démarche. Nous laissons à d'autres le soin de faire des prédictions et d'analyser les causes sous-jacentes de la volatilité du marché. Nous allons poursuivre nos habitudes et allons continuer de chercher à mieux comprendre les entreprises que nous connaissons déjà au fur et à mesure qu'évolue notre compréhension des occasions qui se présentent à nous, de leurs facteurs de risque, ainsi que de leur valeur sur les marchés privés. Cela étant dit, la volatilité du marché pourrait annoncer un changement dans la valeur commerciale d'une entreprise. Ainsi, nous reconnaissons que nous devons évaluer continuellement nos thèses de placement, notamment lorsque le marché nous dit de le faire!

Un bon exemple au mois de février est celui de Wynn Resorts. Compte tenu du flux de nouvelles concernant Covid-19, nous avons déterminé qu'il était maintenant trop risqué de détenir ce titre. Près des deux tiers de la valeur intrinsèque de Wynn reposent sur ses exploitations en Chine et une part importante de son potentiel de revenu a été éliminée lorsque Macao a décidé de suspendre ses activités<sup>1</sup>. Nous nous sommes défaits de la position pendant le mois.

À l'instar du reste du marché, les deux Fonds ont obtenu un rendement négatif en février. En termes relatifs, le Fonds de valeur Pender a obtenu un rendement qui reflète bien une baisse de -6,6 %, tandis que le Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender a devancé les principaux indices de l'univers des grandes ainsi que des petites capitalisations avec une perte de -5,1 %² par rapport à l'indice S&P 500 qui a reculé -6,9 %, l'indice S&P/TSX qui a reculé de -5,9 % et l'indice Russell 2000 qui a reculé de -7,1 %³. Depuis le début de l'exercice (la période se terminant le 29 février), le Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender a largement devancé les indices mentionnés ci-dessus avec une perte de -1,6 %² par rapport à des baisses comprises entre -4,3 % et -8,4 %.

## Jouer au jeu de la volatilité

Il fut intéressant d'examiner les changements que nous avons apportés aux portefeuilles pendant le mois de février. Nous avons commencé le mois en favorisant le côté vendeur. La pondération de quelques-unes de nos principales positions avait dépassé notre pondération cible et nous nous sommes donc défaits de certains titres pour rétablir l'équilibre. Au moment où je rédige cet article, juste après la fin du mois, nous privilégions de nouveau le côté acheteur en ce qui concerne quelques-uns de ces mêmes titres. Notre histoire démontre que nous sommes des gestionnaires actifs et que nous aimons négocier les mêmes titres. Nous ne prévoyons pas, cependant, passer si vite du côté vendeur au côté acheteur!

M. Narhi a rédigé un article il y a quelques années sur ce qu'il faut faire lorsque le marché ralentit<sup>4</sup> et compte tenu de l'environnement dans lequel nous nous retrouvons actuellement, nous demeurons fidèles aux principes de base qui y sont énoncés. Au cours des 12 derniers mois, nous avons augmenté notre position de trésorerie dans le Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender. Nous faisons maintenant travailler cet argent. En ce qui concerne le Fonds de valeur Pender, la position de trésorerie est passée de 7,3 % à 3,1 %, et elle est passée de 9,4 % à 8,5 % en ce qui concerne le Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender. Nous investissons dans des <u>titres créateurs de rendements composés</u> (ou dans des titres créateurs de rendements composés émergents en ce qui concerne les petites capitalisations). Prenons l'exemple de Diversified Royalty Corp. (DIV), l'un des principaux titres en portefeuille des deux Fonds. Actuellement, l'entreprise se négocie avec un rendement des dividendes de 8,4 %. Le ratio de distribution est d'environ 85 %<sup>5</sup> et la stabilité des flux de trésorerie de l'entreprise a augmenté car l'entreprise a fait l'acquisition de

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> Pour en savoir plus sur nos activités concernant Wynn Resorts, veuillez consulter <u>notre dernier commentaire au sujet du Fonds stratégique de croissance et de</u> revenu Pender.

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> Catégorie F; source : PenderFund

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> Bloomberg

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> Article republié (disponible en anglais seulement) : <u>Four Potential Investment Strategies in a Stock Market Correction</u>

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> Source : CapitallQ, 10 mars 2020. Les taux de croissance présentés dans le tableau reposent sur des prévisions générales.

redevances supplémentaires et diversifié ses activités. Cette augmentation de la qualité n'a pas encore réussi à captiver l'imagination de la majorité des investisseurs de l'univers des petites capitalisations canadiennes. DIV représente bien les occasions que nous découvrons actuellement.

Source : Capital IQ, Pender 10 mars 2020	Croissance prévue des bénéfices (%)	Taux des flux de trésorerie disponibles sur 12 mois	Rendement des dividendes
Entreprise A	10 %	8,6 %	5,2 %
Entreprise B	14 %	12,9 %	2,1 %
Entreprise C	14 %	10,1 %	9,6 %
Entreprise D	10 %	8,4 %	1,0 %
Entreprise E	9 %	15,3 %	3,2 %
Entreprise F	10 %	19,6 %	4,1 %

L'environnement actuel est rempli d'occasions du côté des entreprises à petite capitalisation non cotées en bourse. Ce tableau présente ce qui se trouve sous le capot de plusieurs titres à petite capitalisation détenus dans nos portefeuilles. Au moment où j'écris le présent article, les bons du Trésor à 5 ans offrent un rendement de 0,61 %<sup>6</sup>. Une comparaison du rendement du flux de trésorerie disponible ou du rendement des dividendes de ces sociétés laisse entendre que, s'il s'opère ne serait-ce qu'un léger retour à la moyenne, nous pourrions bien en profiter. Tant mieux si cela se produit, mais nous ne pouvons en aucun trop y compter. Ainsi, nous souhaitons détenir aujourd'hui et à l'avenir un portefeuille composé d'entreprises dont le rendement prévu des flux de trésorerie et la croissance attendue des bénéfices pourraient être à deux chiffres sur le long terme.

Nous essayons toujours de disposer de plusieurs façons de générer des rendements. Actuellement, les flux de trésorerie disponibles, la croissance des bénéfices, l'expansion des multiples et les prises de contrôle représentent tous d'éventuels vents arrières pour les cinq prochaines années. En attendant, nous dormons bien la nuit sachant que notre analyse a démontré que la valeur actuelle de l'entreprise est largement inférieure à sa valeur intrinsèque.

## Mise à jour du portefeuille

ProntoForms Corporation demeure l'un des principaux titres ayant joué en faveur des deux Fonds pendant le mois de février. Nous en parlons dans notre dernier commentaire<sup>7</sup>. Zillow est le titre ayant le plus avantagé le Fonds de valeur Pender compte tenu de l'envolée du cours de ses actions suite à la publication de résultats solides au quatrième trimestre. Fait important, la division publicitaire de Zillow a fortement rebondi et elle progresse désormais plutôt bien après avoir ralenti un peu à la fin de 2018. Nous continuons d'aimer les perspectives à long terme de Zillow tout en étant pleinement conscients qu'il s'agit d'une action « champ de bataille ». Strad Inc. est l'un des titres ayant le plus avantagé le Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender, car l'entreprise a fait l'objet d'une offre de prise de contrôle offrant une prime de 30 %. Strad est également notre premier titre en portefeuille ayant fait l'objet d'une prise de contrôle en 2020.

D'un autre côté, comme vous pouvez l'imaginer, le cours de plusieurs de nos titres en portefeuille a chuté pendant le mois. Nous nous attendons bien à ce que les titres ayant le plus désavantagé le Fonds soient ceux que nous détonons largement et ceux dont la valeur en dollars est la plus importante. Pour le Fonds de valeur Pender, il s'agit de CCL, The Howard Hughes Corporation et Onex, qui figurent parmi les dix principaux titres en portefeuille du Fonds. Les titres ayant le plus désavantagé le Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender sont Sangoma, Freshii et PAR Technology.

Nous l'avons dit à maintes reprises, mais nous tenons à le répéter ici : nous nous concentrons sur la qualité à long terme des entreprises que nous détenons en portefeuille et leur rendement mensuel représente souvent un laps de temps qui est trop court pour que nous changions notre point de vue sur les aspects économiques d'une entreprise. Nous continuons d'aimer plusieurs de ces titres, malgré la pression baissière qui pèse sur nos portefeuilles pour le mois. Par exemple, nous pensons que PAR Technology est une entreprise merveilleuse et nous avons beaucoup de respect pour son PDG, M. Savneet Singh. Nous l'avons d'ailleurs invité à être conférencier principal lors de notre conférence sur le placement qui aura lieu en juin à Toronto. Nous sommes d'avis que la capacité en matière de répartition du capital de l'entreprise devrait permettre à PAR Technology d'obtenir de solides rendements à long terme pour nos porteurs de

<sup>&</sup>lt;sup>6</sup>En date du 6 mars 2020

<sup>&</sup>lt;sup>7</sup> Le commentaire mensuel du gestionnaire – janvier 2020

parts. Enfin, nous avons la conviction que la volatilité du cours des actions nous offre la possibilité d'acheter lorsqu'une entreprise est sous-évaluée et de vendre lorsque s'installe l'exubérance.

David Barr, CFA Le 11 mars 2020



www.penderfund.com

Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions de vente, des commissions de suivi, des frais de gestion et des dépenses. Veuillez lire le prospectus simplifié avant d'investir. Les taux de rendement indiqués correspondent à des taux de rendement composés annuels globaux historiques qui tiennent compte des variations de la valeur liquidative et qui sont présentés nets des frais de gestion et d'administration. Ils excluent les frais de souscription, les frais de rachat et les frais facultatifs, de même que tout impôt à payer par tout porteur de titres, lesquels montants viendraient réduire ces rendements. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur change fréquemment et leur rendement antérieur ne se répète pas forcément. Cette communication est destinée aux fins de renseignements seulement et ne constitue pas une offre de vente ou d'achat de nos produits ou services. Il ne vise pas à fournir des conseils en matière de placements ni des conseils financiers à l'égard de n'importe quel sujet et n'est fourni qu'à titre indicatif. Tout a été fait pour veiller à l'exactitude de l'information figurant à la présente. Certaines des déclarations faites peuvent contenir des énoncés prospectifs impliquant des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui pourraient influer sur les résultats réels, sur les rendements et les réalisations de l'entreprise et sur les résultats enregistrés par le secteur, et les rendre sensiblement différents des résultats, des rendements et des réalisations futures explicites ou implicites exprimées dans ces énoncés prospectifs.

© Copyright PenderFund Capital Management Ltd. Tous droits réservés. Mars 2020.