

LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – MARS 2020

Chers porteurs de parts,

Avant de commencer, je tiens à souligner la situation inquiétante à laquelle nous sommes tous confrontés. Je regarde autour de moi et je constate que nous collaborons tous pour réduire la propagation du COVID-19 et cela me remplit d'espoir. Mais il nous est impossible de prédire combien de temps cette situation durera ni d'évaluer les dommages qu'elle causera à la vie et aux moyens d'existence. J'espère que vous et vos familles êtes actuellement en bonne santé et en sécurité.

Du point de vue du placement, impossible de prédire l'évolution des marchés pendant cette période. Nous pouvons toujours nous tourner vers notre expérience passée, mais chaque baisse des marchés a ses propres caractéristiques. Pour notre part, nous continuons de faire principalement deux choses : nous demeurons fidèles à notre processus de placement qui s'appuie sur les connaissances et l'expérience que nous avons acquises au fil des années et nous continuons de maintenir les bonnes relations que nous entretenons avec nos clients et nos investisseurs. En ces temps difficiles, nous sommes conscients du fait que nous demandons à un grand nombre d'investisseurs de garder le cap malgré les mauvaises nouvelles qui font les grands titres et le battage médiatique, mais notre objectif n'a pas changé. Chaque jour, nous travaillons d'abord à la protection du capital, puis, à bien nous positionner pour faire croître le capital à long terme lorsque la tendance se renversera.

En ce qui concerne le mois de mars, c'est peu dire qu'il fut très difficile. Dans des périodes comme celle que nous traversons, il est important de passer plus de temps à articuler notre pensée et notre processus de placement. Dans ce commentaire, nous allons aborder les items suivants :

1. L'état actuel du placement axé sur les entreprises à petite capitalisation;
2. Le rendement que nous pouvons espérer obtenir des actions d'entreprises à petite capitalisation à l'issue de périodes comme celle-ci;
3. Notre processus de placement dans l'environnement actuel – passer au travers des six prochains mois, et mettre l'accent sur l'obtention de rendements lorsque nous entrerons dans la phase de reprise;
4. Des exemples des titres en portefeuille qui démontrent bien notre approche;
5. Quelques mises à jour à l'égard de nos portefeuilles.

Le marché des entreprises à petite capitalisation

Les principaux indices ont connu des ventes massives en milieu de mois avant de rebondir en fin de mois. Les indices à petite et à micro capitalisation, qui sont davantage représentatifs de notre univers de placement, ont connu des ventes encore plus spectaculaires et ils n'ont pas connu la même reprise. Comme on pouvait s'y attendre, nos Fonds n'ont pas obtenu de très bons rendements pendant le mois. Le Fonds de valeur Pender affichait une baisse de 28,4 % et le Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender affichait une baisse de 28,8 %¹. Veuillez consulter le tableau ci-dessous pour voir le rendement obtenu par les marchés pendant le mois et à ce jour cette année.

Indice	Rendement au mois de mars	Rendement à ce jour cette année
Indice Russell 2000 (\$ CAD)	-17,9 %	-24,8 %
Indice Russell MicroCap (\$ CAD)	-19,7 %	-26,3 %
Indice des titres à faible capitalisation S&P/TSX (\$ CAD)	-29,3 %	-38,1 %

Au 31 mars 2020. Source : Bloomberg

La volatilité que nous avons traversée pendant le mois fut difficile à vivre et elle a même atteint un niveau plus élevé que ce que nous avons vécu pendant la crise financière de 2008. L'indice VIX a rebondi pour atteindre 82,69 le 16 mars 2020, devant ainsi le niveau de 80,74 atteint en 2008.



¹ Catégorie F. Source : CNBC

Lorsque les marchés sont confrontés à un niveau élevé d'incertitude et à une vaste gamme de scénarios possibles, les marchés haussiers et baissiers ont tendance à se livrer bataille, ce qui se traduit par une hausse de la volatilité. Habituellement, un tel scénario se produit lorsqu'il s'agit d'actions « champ de bataille ». À l'heure actuelle, il se produit sur presque tous les marchés.

Et notre sentiment de frustration ne fait qu'augmenter lorsque l'on constate le sous-rendement spectaculaire obtenu par les actions à petite capitalisation à l'aube de cette période que nous traversons.



Ce graphique montre que cela fait depuis 2003 que les petites capitalisations ont accusé un retard aussi important par rapport aux grandes capitalisations. Au cours des derniers trimestres, notre enthousiasme pour l'univers des petites capitalisations n'a cessé d'augmenter, car nous dénichions des titres dont les valorisations étaient susceptibles de permettre au Fonds d'être très bien positionné pour les trois à cinq prochaines années. Puis, les prix ont baissé. Nous vivons des moments sans précédent, tant à l'échelle mondiale que sur les marchés. Les entreprises à petite capitalisation étaient bon marché. Le ressort était enroulé. Actuellement, le ressort est encore plus enroulé qu'il ne l'était, et ce que nous traversons en ce moment nous donne à penser qu'il pourrait s'enrouler encore un peu plus.

Source : Optuma et Pender.

Que se passera-t-il demain?

Hélas, l'heure la plus sombre est celle qui précède l'aurore. Et nous avons déjà connu des jours bien sombres. Nous sommes d'avis que des jours meilleurs sont à l'horizon, notamment en ce qui concerne les petites capitalisations. Vous trouverez ci-dessous un tableau qui montre le rendement obtenu par les actions d'entreprises à petite capitalisation par rapport à celui obtenu par les actions d'entreprises à grande capitalisation après un recul de plus de 20 % de l'indice S&P 500. Si l'on se fie au passé, nous pensons être actuellement bien positionnés pour profiter de l'éventuelle reprise.

Date	Small Growth	Small Value	Large Growth	Large Value
1/31/1970	41%	44%	33%	33%
3/31/1974	35%	35%	14%	30%
3/31/1982	102%	91%	67%	55%
10/31/1987	17%	30%	18%	25%
3/31/2001	-28%	14%	-20%	-28%
9/30/2008	37%	31%	32%	19%
Average	34%	41%	24%	23%

Date	Small Growth	Small Value	Large Growth	Large Value
1/31/1970	61%	50%	55%	44%
3/31/1974	53%	75%	22%	73%
3/31/1982	45%	100%	44%	66%
10/31/1987	21%	32%	39%	41%
3/31/2001	-24%	11%	-19%	-31%
9/30/2008	78%	66%	52%	29%
Average	39%	56%	32%	37%

Graphique 1 : Rendement sur 12 mois, calculé en commençant trois mois après une baisse de 20 % de l'indice S&P 500. Graphique 2 : Rendement sur 24 mois, calculé en commençant trois mois après une baisse de 20 % de l'indice S&P 500.

Source : Bibliothèque de données Kenneth R. French.

Ce à quoi nous pouvons nous attendre

Bien que les baisses sur les marchés soient toutes différentes les unes des autres, il est toujours possible d'en tirer des leçons que vous pouvez appliquer dans des situations comme celle que nous traversons à l'heure actuelle. Nous adoptons actuellement une approche à deux volets en ce qui concerne l'analyse des entreprises. La première étape consiste à nous demander si l'entreprise pourra survivre six mois sans générer de revenus. Il s'agit d'une approche qui ressemble à celle que j'adoptais lorsque je travaillais dans le domaine du capital-risque après l'éclatement de la bulle internet. Il s'avère que trouver les survivants et les éventuels gagnants fut très fructueux. La deuxième étape consiste à évaluer la mesure dans laquelle ces titres seront bien positionnés au sortir de cette crise. Le monde évoluera, de nouvelles tendances se dessineront et notre équipe se concentra sur l'identification de ces occasions, peu importe qu'il s'agisse de positions existantes ou nouvelles. Quel est l'impact sur la façon dont nous gérons nos portefeuilles? Nous vendons les entreprises qui ne remplissent pas le premier critère, repondérons le portefeuille en fonction du deuxième critère, et cela nous permet d'identifier de nouvelles occasions qui nous permettront de tirer profit des tendances qui découlent de cette situation.

Comme vous le savez, le placement est une activité probabiliste. Dans l'environnement actuel, il existe plusieurs scénarios possibles au sortir de cette pandémie. Lorsque l'éventail des résultats possibles est si large, il va sans dire que la volatilité sera élevée compte tenu de l'incertitude inhérente à la situation. Mais si on attend que revienne la certitude, il sera trop tard et les occasions auront disparu.

Nous espérons voir des « cygnes noirs positifs », par exemple, un vaccin ou un traitement efficace d'ici les 18 prochains mois et, compte tenu du montant de capital et de la puissance intellectuelle qui travaille sur la question en ce moment, nous sommes d'avis que la probabilité est supérieure à zéro. Cependant, nous ne tenons pas compte de cette possibilité dans notre analyse commerciale. Nous estimons qu'il s'agit plutôt d'une option gratuite.

Lorsque les faits changent, tout tient aux entreprises!

Avec les fluctuations du marché et les manchettes qui attirent l'attention de tout le monde, il est important de ne pas perdre de vue notre objectif. Nous identifions des entreprises qui, à notre avis, disposent de caractéristiques qui leur permettront de réaliser des rendements composés sur le capital et d'obtenir un taux de rendement intéressant à long terme. Compte tenu de la véritable métamorphose de l'environnement macroéconomique, j'ai cru bon parler de certains titres clés que nous avons déjà détenus dans le passé et d'autres titres que nous détenons pour la première fois, qui sont actuellement intéressants compte tenu de l'environnement commercial actuel. Voici donc cinq titres en portefeuille dont nous aimerions parler à titre d'exemples d'entreprises que vous détenez à travers nos Fonds.

Sylogist

Sylogist est une entreprise que nous suivons depuis plus d'une décennie et elle a déjà fait partie des titres en portefeuille du Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender il y a de cela environ dix ans. Sylogist conçoit et commercialise des solutions qui permettent à différents organismes d'améliorer leurs processus d'exploitation et de contrôle de leurs systèmes. Elle compte parmi ses clients des gouvernements, des écoles et des organismes sans but lucratif et elle opère dans un domaine qui est stable et prévisible, ce qui est essentiel à des moments comme celui-ci. Lorsque nous avons investi dans cette entreprise pour la première fois, Sylogist était une petite société de logiciels très rentable et en pleine croissance (grâce à diverses acquisitions), dont l'équipe de direction était bien alignée. À l'époque, nous nous préoccupions du fait que l'équipe de gestion semblait être de moins en moins alignée avec les intérêts des actionnaires (attention aux facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance d'entreprise!). Nous nous sommes défaits de notre position, mais avons continué à surveiller l'entreprise. Les événements récents ont contribué à atténuer nos préoccupations au sujet de l'alignement de la direction sur les intérêts des actionnaires et le récent ralentissement

économique nous a fourni un point d'entrée attrayant. Actuellement, l'entreprise dispose de 40 millions \$ de liquidités, de revenus qui atteignent les 37 millions \$, d'une marge sur BAIIA supérieure à 40 % et son action se négocie à huit fois le BAIIA. En outre, l'entreprise vient d'annoncer qu'elle procéderait à un examen stratégique et, si elle est vendue, nous pourrions gagner à court terme. Sinon, l'entreprise pourrait déployer des capitaux pour acheter des sociétés de logiciels en difficulté. Encore une situation où tout le monde en sort gagnant.

Macro Industries

Il s'agit d'une autre entreprise du passé. Un domaine sur lequel nous sommes penchés est celui de l'infrastructure. Nous sommes d'avis que les gouvernements nord-américains vont stimuler l'économie et l'emploi au sortir de cette crise grâce à des projets d'infrastructure à grande échelle. Macro est une entreprise de construction et d'entretien de pipelines et d'installations. Nous avons déjà investi dans Macro et nous avons continué à suivre l'entreprise. Actuellement, elle se négocie à 0,5 fois la valeur comptable, à savoir à un cours qui reflète les liquidités dont elle dispose. Nous détenons d'autres titres en portefeuille qui se négocient en dessous de la valeur au comptant et nous sommes confiants quant à leurs perspectives à long terme. La dernière fois qu'autant de possibilités de ce genre se présentaient à nous était en 2009-2010. Dans le cas présent, vous obtenez « gratuitement » une entreprise du secteur de l'infrastructure. Macro a deux importants contrats qui suivent le calendrier prévu et elle dispose de contrats d'entretien récurrents qui n'ont pas trop fléchi pendant d'autres ralentissements des marchés.

EBIX

Nous parlons souvent d'entreprises menées par leur fondateur et en voici un autre exemple. Techniquement parlant, Robin Raina n'est pas le fondateur de EBIX, mais cela fait depuis plus de 20 ans qu'il en est le PDG et c'est grâce à lui que l'entreprise en est là où elle en est actuellement. En outre, il reçoit son salaire sous forme d'actions de la société. Et ça, c'est de l'alignement! EBIX est une plate-forme d'échange de données pour le domaine des assurances. Il s'agit d'un secteur plutôt prévisible dans l'environnement dans lequel nous nous retrouvons actuellement. L'autre secteur d'activité de l'entreprise est les activités de change en Inde. Même si ces activités feront vraisemblablement l'objet d'un ralentissement, nous sommes d'avis que le marché lui accorde une trop grande importance. En effet, historiquement parlant, l'entreprise a enregistré un taux de croissance annuel des revenus de plus de 10 %, que ce soit au moyen de la croissance interne ou d'acquisitions ciblées. Voici un autre titre que nous avons déjà détenu en portefeuille. Nous l'avons acheté pour la première fois lorsque l'entreprise faisait l'objet d'une « attaque de ventes à découvert » (avant qu'elles deviennent populaires au nord de la frontière). À cette époque, le cours de l'action avait atteint un creux de 6 \$, puis rebondi jusqu'à 80 \$ par action. Nous avons réussi à participer à une partie de la reprise. Aujourd'hui, l'évolution de son cours boursier est représentatif d'un grand nombre d'entreprises de notre univers de placement. Il est en baisse d'environ 80 % par rapport au niveau sommet des 12 derniers mois et en baisse d'environ 65 % à ce jour cette année. Cette baisse nous a permis de réviser notre thèse à l'égard de ce titre et il représente actuellement une pleine position dans le Fonds de valeur Pender. L'entreprise dispose de plus de 100 millions \$ de liquidités. Actuellement, le titre se négocie avec une capitalisation boursière de 375 millions \$, des revenus de 580 millions \$ et un BAIIA de 170 millions \$.

Sangoma

Nous avons déjà parlé de Sangoma à l'automne 2019 lorsque nous en avons fait un de nos principaux titres en portefeuille. L'entreprise fabrique des systèmes de communications unifiées et des logiciels pour diverses entreprises. À l'aube de la période dans laquelle nous nous retrouvons, le taux de croissance de l'entreprise atteignait les deux chiffres depuis plusieurs années. Nous faisons confiance à l'équipe de gestion et à sa capacité à bien fonctionner. Maintenant que nous apprenons à travailler à distance, il est aisé d'imaginer que cette tendance se renforcera. Bien que cela fasse plusieurs années que le travail à distance soit employé dans le secteur de la technologie, d'autres secteurs sont maintenant forcés de travailler à domicile et ils trouveront probablement plutôt facile de s'adapter à ce nouvel arrangement. Sangoma est très bien placée pour continuer à tirer profit de cette tendance. Voici une autre entreprise dont le cours boursier a chuté de plus de moitié au cours des dernières semaines.

Winpak

La dernière entreprise dont nous voulons parler est Winpak, fabricant intégré verticalement de matériaux d'emballage spécialisés et de machines principalement pour les denrées périssables, les boissons et des clients du domaine des soins de santé en Amérique du Nord. Winpak se concentre sur des créneaux du secteur de l'emballage des denrées périssables, où l'accent placé par l'entreprise sur l'innovation fait augmenter les marges et les rendements puisque l'entreprise peut fixer des prix plus élevés qui sont largement compensés par le niveau inférieur de pertes et de gaspillage. Winpak fut lancée en tant que filiale de Wihuri Group, entreprise finlandaise, et après son entrée en bourse,

elle est toujours contrôlée et détenue majoritairement par la famille fondatrice. Cette relation unique permet à Winpak de tirer parti des importantes dépenses en recherche et développement de sa société sœur comme s'il s'agissait d'une filiale, mais dans l'intérêt des actionnaires de Winpak puisque les innovations sortant de ces activités de recherche et de développement procurent des rendements plus élevés. Comme vous pouvez l'imaginer, le secteur de l'emballage de la nourriture et des produits pharmaceutiques est essentiel en ces temps difficiles et toutes les installations de production de Winpak sont pleinement opérationnelles. L'entreprise dispose d'un grand potentiel de génération de flux de trésorerie disponibles, d'une trésorerie nette au bilan qui représente plus de 20 % de sa capitalisation boursière en espèces, et d'une approche en matière de la répartition du capital qui est disciplinée et axée sur le long terme. À notre avis, Winpak demeurera une entreprise résiliente et bien positionnée pour déployer des liquidités en vue de faire des acquisitions ciblées de sorte à stimuler les rendements futurs.

Mise à jour du portefeuille

En temps normaux, nous utilisons cette partie du commentaire pour parler de ce qui a fonctionné et de ce qui n'a pas fonctionné pendant le mois. La réalité est que presque tous nos titres en portefeuille ont chuté, et cela signifie que nos positions les plus importantes étaient également celles qui ont le plus nui à nos portefeuilles. Sur le plan des négociations, nous avons vendu ou diminué nos positions dans les entreprises dont le risque commercial ou le risque lié au bilan était élevé. Un bon exemple serait JetBlue, que nous avons acheté sur la base d'une thèse semblable à notre achat réussi d'Air Transat en 2019. À l'époque, les compagnies aériennes fonctionnaient à plein rendement, le Boeing Max8 était retenu au sol, et les flottes aériennes étaient plus intéressantes. Tout a changé avec la crise sanitaire et nous sommes donc passés à autre chose. Du côté des achats, nous nous sommes concentrés sur les entreprises de notre liste d'achat dont les risques liés au bilan étaient plus faibles, mais qui étaient néanmoins bien positionnées pour sortir de cette crise. Macro, dont nous avons parlé plus haut, est un exemple de ce genre d'entreprise. En continuant sur ce thème, Fluor Corporation, l'une des plus grandes entreprises d'ingénierie et de construction par chiffre d'affaires, a également été ajoutée à certains de nos Fonds d'actions.

Notre position de trésorerie a augmenté d'environ 7 % en ce qui concerne les deux Fonds, et les espèces représentaient 9,6 % du Fonds de valeur Pender et 15,9 % du Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender à la fin du mois. Dans une telle situation où il existe plusieurs scénarios différents, nous sommes d'avis qu'il est astucieux de conserver un peu de poudre au sec en attendant de meilleurs points d'entrée. Cela étant dit, si les choses commencent à s'améliorer, le fort escompte par rapport à la valeur intrinsèque de nos portefeuilles nous donne à penser que même le fait d'avoir un solde relativement élevé de liquidités nous permettra néanmoins d'obtenir un résultat prometteur lorsque la situation s'améliorera.

Bien qu'il soit vrai que cela soit plus facile à dire qu'à mettre en pratique en période de forte incertitude et de grandes baisses sur les marchés, nous demeurons convaincus que le fait de détenir des titres d'entreprises qui s'en sortiront bien de cette période et de conserver nos placements sont deux choses essentielles si nous souhaitons obtenir de solides résultats à long terme. Nous sommes chanceux que d'autres investisseurs axés sur le long terme investissent dans nos Fonds avec nous. Merci.

David Barr, CFA

7 avril 2020

www.penderfund.com

PENDER
Gestion de Capital PenderFund Ltée

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 influencer 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.