

## COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – JANVIER 2021

Chers porteurs de parts,

Le solide rendement du Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender réalisé au cours de l'automne 2020 s'est poursuivi en décembre et au début de la nouvelle année. En décembre, le Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender affichait une hausse de 15,3 %<sup>1</sup>, faisant grimper son résultat trimestriel à 43,6 % et son rendement pour l'année à 47,8 %. Cette tendance s'est poursuivie en janvier, le Fonds affichant une hausse de 7,3 %. Quant au Fonds de valeur Pender, il a passé le fil d'arrivée de décembre avec un rendement de 11,0 %, portant son rendement trimestriel à 28,4 % et son rendement de 2020 à 20,1 %. Le Fonds a continué sur son élan en janvier avec un gain mensuel de 9,0 %. Nos récents rendements sont en grande mesure redevables à notre concentration dans les actions à petite capitalisation et le secteur de la technologie.

L'appréciation rapide de la valeur des entreprises détenues par nos fonds a changé l'intention derrière une des questions qui nous ont été posées. Vers la fin de l'été dernier, on nous a demandé « pourquoi continuer à investir dans les sociétés à petite capitalisation ? ». Les lecteurs de longue date de cette série de commentaires nous ont déjà entendu parler, à maintes reprises, de l'écart entre les petites et grandes entreprises sur le plan des évaluations et des performances. La sous-performance prolongée de cette catégorie d'actif a soulevé les doutes de certains quant au retour éventuel de la popularité des petites sociétés. Eh bien, comme de nombreux drames adolescents nous l'ont si bien démontré, la popularité va et vient à la vitesse de l'éclair. Il suffit de le demander à Dan. Le quatrième trimestre semble être « le moment » des titres à petite capitalisation sur le marché.

Donc, lorsqu'on nous pose maintenant la question « pourquoi continuer à investir dans les sociétés à petite capitalisation ? », notre réponse va comme suit : même au vu des solides rendements récemment déclarés par nos fonds, nous continuons de repérer des occasions très attrayantes. Nous estimons que les actions à petite capitalisation n'en sont qu'aux premières étapes de leur course pour rattraper les actions à grande capitalisation. En outre, l'arène des fusions et acquisitions forme une arrière-scène fort intéressante. On observe une importante demande refoulée sur ce plan et, comme le capital abonde dans les PAPE et les SAVS, ceci nous laisse croire que le nombre d'acheteurs potentiels s'accroît tous les jours.

La leçon à tirer des événements de l'année dernière : l'important n'est pas de *déterminer le moment opportun pour investir dans le marché*, mais plutôt du *temps passé sur le marché*. Les rendements issus de placements dans les actions peuvent se présenter de façon très irrégulière, aussi faut-il déjà avoir investi lorsque la manne finit par tomber. La seule façon de garantir ce résultat est de demeurer investi. Nous savons que cela peut sembler incroyablement difficile lorsque les gens autour de vous perdent leur argent et la tête; à cet égard, nous sommes reconnaissants envers nos investisseurs qui suivent notre crédo et font confiance à la méthode Pender. Gérer l'argent des autres est un projet fort en émotions qui n'est pas de tout repos. Nous sommes heureux pour nos investisseurs qui ont su garder le cap et passer le fil d'arrivée de 2020 avec nous.

À la lumière des occasions qui abondent, nos portefeuilles affichent complet ou presque. À cet effet, ça me rappelle le blogue que j'ai écrit l'été dernier à propos de l'équilibre entre [l'offense et la défense](#).

---

<sup>1</sup> Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds; PenderFund

Notre défense table sur les situations spéciales de plus courte durée, soit les SAVS, l'arbitrage des fusions ou les occasions relatives au crédit. Cette pondération représente encore moins de 10 % dans les deux fonds, mais elle sert d'éventuelle zone tampon contre la volatilité et de réserve liquide advenant un changement boursier. En ce qui a trait au portefeuille, nous continuons de surveiller minutieusement tant les évaluations que la qualité des affaires.

|           |      |                  |             |
|-----------|------|------------------|-------------|
| Valuation | High | Sell             | Trim & Hold |
|           | Low  | Hold             | Full Weight |
|           |      | Low              | High        |
|           |      | Business Quality |             |

Target New Opportunity

Le tableau ci-dessous résume notre méthode en ce qui a trait à la vente. Si une entreprise se révèle de faible qualité et dispendieuse, nous abandonnons normalement le navire et réinvestissons nos avoirs dans de meilleures options. Si l'entreprise est de grande qualité et dispendieuse, nous n'évacuons pas les lieux immédiatement. Selon nous, les entreprises de grande qualité ont tendance à être sous-évaluées par les marchés et nos estimations de la valeur

intrinsèque trop prudentes. Nous optons donc pour une réduction de notre participation et conservons une exposition plus modeste. En revanche, si une entreprise est de faible qualité et bon marché, nous conserverons notre avoir et attendrons la survenue d'un élément catalyseur afin d'[exploiter l'escompte](#).

Du côté des achats, nous estimons que les entreprises de grande qualité sous-évaluées ou mal comprises représentent les meilleures occasions de placement. C'est là que nous souhaitons aller à la pêche et lancer toutes nos lignes.

### Mise à jour sur le portefeuille

C'est une grande panoplie d'avoirs sous-jacents qui ont alimenté le rendement de nos fonds. La majorité de nos placements ont affiché des rendements positifs au cours des derniers mois de décembre et janvier. Notamment, ProntoForms (TSXV-PFM) et MAV Beauty Brands (TSX-MAV) figuraient parmi les contributeurs clés, aussi bien pour le Fonds d'opportunités de petites capitalisations Pender que le Fonds de valeur Pender. PFM et MAV représentent deux avoirs principaux qui ont toute notre confiance. Nous avons d'ailleurs étayé notre thèse de placement pour ces deux titres à la récente [MOI Best Ideas 2021 Conference](#). PFM offre des solutions logicielles permettant de transformer les formulaires imprimés en formulaires mobiles afin de recueillir et analyser les champs de données. Nous aimons son profil de croissance organique, assorti de fortes marges, d'un revenu prévisible et récurrent, de nombreuses occasions d'expansion de ses revenus, d'un large marché encore à pénétrer et d'une équipe de gestion et d'un conseil chevronnés. Munie d'une capitalisation boursière de 175 millions \$, PFM devrait se révéler un agent de composition émergent qui a encore devant lui un long trajet ensoleillé à parcourir. MAV, inversement, propose une situation spéciale attrayante appareillée d'une évaluation disloquée.

Nous avons parlé de MAV à plusieurs reprises dans nos commentaires : un PAPE échoué qui a pourtant fait montre d'un progrès incroyable en ce qui a trait à ses opérations et à sa capacité à se faire une réputation en tant que plateforme d'achats de produits pour les cheveux. Nous aimons son modèle d'exploitation peu friand en capital, son solide cycle de fonctionnement et ses flux de trésorerie libres. Selon nous, il y a de fortes probabilités que le multiple soit considérablement réévalué ou que la société fasse l'objet d'une acquisition. MAV vient d'annoncer un processus de révision stratégique visant à « identifier, revoir et évaluer des solutions de rechange possibles qui pourraient se présenter à

l'entreprise, y compris, sans toutefois s'y limiter, la vente de tous les titres et/ou actifs, ou une partie substantielle de ceux-ci, de l'entreprise »<sup>2</sup>. Cet avis vient appuyer plus avant notre thèse.

Nous avons ajouté une nouvelle position dans WeCommerce (TSXV-WE) au portefeuille du Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender en décembre de l'année dernière. Nous avons participé à son introduction à la Bourse et avons été plutôt impressionnés par l'équipe de gestion et le potentiel de l'entreprise. WE est une plateforme hautement « évolutive » alimentée par une croissance soutenue organique et des achats potentiels assortis de marges attrayantes. Nous estimons que l'équipe de gestion est composée d'acheteurs chevronnés d'entreprises technologiques en mesure de profiter d'un grand marché créé par l'écosystème collaboratif de Shopify dans le but de dégager de la valeur. WE a fait son entrée en Bourse à 7 \$ et se négocie à environ 25 \$. Nous avons eu la chance de parler avec Andrew Wilkinson, cofondateur de WE, dans le cadre de l'épisode 62 du balado de Pender, lequel sera diffusé la semaine prochaine.

Stitch Fix (Nasdaq : SFIX) figure parmi les principaux éléments contributifs du Fonds de valeur Pender. Nous avons présenté un groupe de placements, que nous appelons les « ZIPSS » (Zillow, IAC, PAR Tech, Square et Stitch Fix), dans [notre dernier commentaire](#). Il s'agit d'un groupe d'entreprises technologiques assorties de modèles d'entreprises comparables à ceux des cinq grandes firmes technologiques, comme Amazon et Facebook. Toutefois, selon nous, ces premières présentent un cheminement de croissance plus long dont bon nombre d'investisseurs n'ont pas encore tenu compte. À notre avis, les bassins de profit se sont déplacés d'un grand nombre des secteurs traditionnels vers d'autres modèles d'affaires qui sont plus efficaces et qui procurent beaucoup plus de valeur aux consommateurs que « l'ancienne façon de faire la même chose ». SFIX est une entreprise en ligne de vêtements qui cherche à hyperpersonnaliser le port et le style des vêtements, au grand bonheur des consommateurs. Cette façon de faire constitue un moyen supérieur à l'ancienne manière d'obtenir des vêtements en magasin, soit en fouillant parmi des rangées de vêtements qui ne vous font pas et qui ne concordent pas à votre style. En présence de cette transformation numérique, par ailleurs accélérée par la pandémie mondiale, nous estimons que SFIX est sur le point de créer beaucoup de valeur pour les porteurs de part patients au cours des années à venir.

Au pôle opposé, LEAF Group (NYSE : LEAF) a joué en défaveur du Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender, tandis que Burford Capital (NYSE: BUR) a nui aux rendements du Fonds de valeur Pender. Cela dit, la volatilité mensuelle de ces deux entreprises ne nous cause pas de soucis. Bien que LEAF ait dû composer avec une campagne d'activisme actionnarial, son commerce en ligne a pris de l'ampleur, sous l'effet de la pandémie, affichant une croissance à trois chiffres. Burford a récemment publié ses données mises à jour, déclarant un rendement solide pour l'année 2020 et la reprise des versements en dividendes. Comme un nombre croissant de litiges est à prévoir par les assureurs en ce qui concerne les prestations en raison de la pandémie, Burford pourrait tirer parti de cette situation.

Les marchés se sont récemment avérés un lieu incroyablement positif, et bien que nous ne sachions pas ce que l'avenir nous réserve, vous pourrez toujours compter sur notre intégrité envers la méthode Pender.

Le processus de placement de Pender a subi son test de résistance le plus rigoureux à ce jour au début de la pandémie, mais celui-ci s'est révélé non seulement résilient, mais également porteur de fruits, presque tous les fonds Pender s'affichent dans le premier quartile de leur catégorie respective selon les

---

<sup>2</sup> 18 février 2021 – [MAV Beauty Brands Announces Preliminary Q4 2020 Results and Provides Operational Update](#)

classements Morningstar<sup>3</sup>. Toutefois, bien que nous soyons heureux des dénouements, nous ne sommes certainement pas euphoriques. L'année dernière fut une leçon d'humilité.

David Barr, CFA

19 février 2021



**PENDER**  
PenderFund Capital Management Ltd.

*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 fournie à des fins de renseignements seulement et ne constitue pas une offre de vente ou d'achat de nos produits ou services. Elle 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 fournie qu'à titre indicatif. Tout a été fait pour veiller à l'exactitude de l'information figurant à la présente. Certaines des déclarations 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, février 2021.

---

<sup>3</sup> Au 12 février 2021