

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – FÉVRIER 2022

Chers porteurs et porteuses de parts,

Tandis que les investisseurs continuent d'évaluer les risques financiers soulevés par le conflit entre la Russie et l'Ukraine, les marchés boursiers ont passé le fil d'arrivée mensuel de février avec des résultats mitigés. Aux États-Unis, l'indice S&P 500 (CAD) a reculé de 3,3 %, tandis que son homologue à petite capitalisation, soit l'indice Russell 2000 (CAD), affichait un gain de 0,8 %. Au Canada en février, l'indice composé S&P/TSX s'est avancé de 0,3 %, tiré de l'avant par la hausse des prix énergétiques. Le Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender a essuyé un revers de 0,2 %¹ pendant le mois. Comme le portefeuille ne détient aucun avoir direct en Russie ou en Ukraine, aucune répercussion immédiate n'a été ressentie à ce niveau.

Toutefois, les marchés boursiers ont été dominés par une certaine aversion au risque, même avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Sur une base annuelle, les principaux indices américains et notre portefeuille accusaient une perte. En effet, l'indice S&P 500 (CAD) a reculé de 7,8 %, l'indice Russell 2000 (CAD) s'est replié de 8,5 %, tandis que le Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender a perdu 8,0 %¹.

Selon nous, la baisse actuelle est principalement le lot de la croissance qui fait l'objet d'une réévaluation par les marchés. Les manchettes qui portent sur l'inflation et la hausse des taux d'intérêt se traduisent par des taux d'escompte plus élevés et une valeur inférieure des flux monétaires futurs. Il y a un an, les investisseurs étaient prêts à payer une prime énorme en contrepartie de taux de croissance élevés. Étaient récompensées les dépenses destinées aux ventes et au marketing, ainsi qu'à la recherche et à la mise au point de produits et services en mesure de générer d'abondantes et généreuses retombées. Or, aujourd'hui, la croissance ne plaît plus aux investisseurs. En outre, l'absence de rentabilité sur le plan de la croissance à prix raisonnable est d'autant plus pénalisée sachant que les investisseurs remettent en question la viabilité de certains de ces modèles d'affaires. Nous estimons que le marché a tendance à cibler au-delà des objectifs dans les deux directions : la croissance était probablement surévaluée il y a un an, et maintenant les marchés ont réagi exagérément dans certains domaines, entraînant des occasions parmi les entreprises fondamentalement solides et attrayantes. Lorsque cette situation se présente, la réévaluation des petites et moyennes entreprises prend des dimensions plus dramatiques. Ainsi, certaines entreprises de logiciels qui ont réussi à faire croître leur revenu récurrent par une marge annuelle supérieure à 50 % se retrouvent avec un ratio valeur de l'entreprise/revenu inférieur à 1,5 x, ce qui nous paraît une valeur exceptionnelle. À notre avis, les investisseurs intéressés par ce type d'entreprises trouveront de bonnes occasions à l'heure actuelle.

À cet égard en février, nous avons augmenté notre pondération dans Thinkific Labs Inc. (TSX : THNC), chef de file parmi les plateformes SaaS (logiciel comme service) qui permettent aux créateurs de cours de mettre sur pied, gérer et faire fructifier des cours en ligne. Thinkific est entrée en Bourse à 13 \$ l'action en avril dernier, a décroché un sommet de 19,47 \$ pour dégringoler à moins de 3 \$ récemment. Le marché visé total pour Thinkific est massif, pouvant toucher dans les milliards de dollars, sachant que l'économie de création est imposante et en pleine évolution, particulièrement pendant la COVID. En effet, Thinkific a fait croître ses revenus récurrents à un taux organique de plus de 60 %, même avant que la COVID ne vienne accélérer l'adoption des cours en ligne. L'entreprise était rentable avant son entrée en Bourse. Selon nous, le produit et le marché sont parfaitement agencés et les données sur les unités économiques sont solides.

¹ Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents.

Thinkific pourrait être rentable si elle diminuait ses coûts à court terme, mais à notre avis, elle devrait continuer à réinvestir et à s'accroître tant et aussi longtemps que ses unités économiques demeurent robustes. Elle dispose par ailleurs d'une longue rampe pour permettre à sa croissance de prendre son envol. La croissance est le meilleur moteur de valeur à long terme. Le produit de son PAPE lui a fourni une bonne réserve pour investir dans sa croissance. Thinkific est dirigée par son PDG cofondateur et les initiés possèdent une part importante de l'entreprise. Bien qu'elle se négocie à moins de 1,5 fois le ratio VE/revenu, nous estimons que le décalage entre le prix et la valeur est substantiel.

Thinkific figurait parmi les titres perdants du Fonds en février, à l'instar de Sylogist Ltd. (TSX : SYZ), Sangoma Technologies Corp. (TSX : STC) et WeCommerce Holdings Ltd. (TSXV : WE). Ces titres figurent parmi nos meilleures idées de placements; ils ont subi les répercussions de la liquidation sur les marchés. Aussi, quand cette solde s'est présentée, nous en avons profité pour renchérir sur nos positions.

Du côté positif, Altius Renewable Royalties Corp. (TSX : ARR) figurait parmi les avoirs gagnants du Fonds pendant le mois. Son cours boursier a décroché de nouveaux sommets en février lorsque son premier avantage dans le secteur de l'énergie renouvelable à base de redevances a commencé à porter ses fruits. En conséquence, la société se trouve sur les radars d'un plus grand nombre d'investisseurs à titre de solution de rechange aux actions dilutives ou à une capacité d'emprunt limitée. Le contexte inflationniste actuel est également positif pour le modèle d'entreprise d'Altius et nous considérons que ses actions présentent une évaluation attrayante.

En cette période marquée par l'incertitude, nous réitérons notre hypothèse selon laquelle le contexte pour les petites entreprises demeure attrayant sur un horizon de trois à cinq ans. À notre avis, plusieurs facteurs sont en jeu qui leur donneront une erre d'aller.

Premièrement, les actions de petites entreprises sont considérablement sous-évaluées, tant sur une base relative qu'absolue. Les entreprises à petite capitalisation se négocient à escompte important par rapport aux entreprises à grande capitalisation (voir notre commentaire antérieur), ce qui représente une entorse par rapport aux données historiques qui suggèrent que les petites entreprises devraient se négocier à prime par rapport aux grandes. Le retour à la moyenne et les multiples réévaluations pourraient entraîner une forte reprise des petites entreprises, selon nous. Deuxièmement, nous détenons des entreprises qui sont solides fondamentalement et qui, à notre avis toujours, pourront composer et accroître leur valeur à un taux solide pendant encore plusieurs années. Comme la valeur intrinsèque grimpe, les cours boursiers devront éventuellement rattraper le temps perdu. Finalement, le contexte des F&A demeure fort solide et ne donne aucun signe de ralentissement. Lorsqu'une entreprise est de bonne qualité et qu'elle se négocie à escompte, il va de soi que quelqu'un s'en rendra éventuellement compte et en fera, tôt ou tard, l'acquisition.

En mars 2020, lorsque les marchés ont orchestré une liquidation phénoménale en raison de la COVID-19, nous avons écrit dans notre commentaire que les actions à petite capitalisation menaient généralement la charge après une telle période. Nous avons par ailleurs présenté les données suivantes : 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.

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%

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

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

Source : Ken French Data Library

Nous ne savons pas combien de personnes nous ont écoutés et ont investi dans les petites entreprises à ce moment-là, mais en décembre 2020, nous avons certainement entendu les lamentations de plusieurs investisseurs qui regrettaient ne pas avoir attrapé cette vague. Le milieu actuel est très incertain, et les issues potentielles sont multiples. Les investisseurs pourront trouver difficile émotionnellement de prendre des décisions. Toutefois, lorsque la certitude règnera de nouveau, l'occasion pourrait bien avoir disparu. Nous sommes convaincus que le moment est opportun pour mettre en place une participation aux actions à petite capitalisation afin de dégager des rendements à long terme prometteurs. Merci de votre appui.

David Barr, CFA et Sharon Wang

Le 14 mars 2022



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, en plus d'autres taxes. 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. Lorsque le rendement d'un fonds est affiché, il s'agit du rendement des parts d'une catégorie particulière; d'autres catégories de parts sont offertes et pourraient présenter des frais et des rendements différents. 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 du Fonds ou des entreprises mentionnées et sur les résultats enregistrés par le secteur, et les rendre sensiblement différents des résultats, des rendements et des réalisations futures explicites ou implicites exprimés dans ces énoncés prospectifs.

© Copyright PenderFund Capital Management Ltd. Tous droits réservés, mars 2022.