

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – SEPTEMBRE 2022

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender a enregistré un rendement de -12,5 % en septembre, pour un cumul de -34,8 % depuis le début de l'année¹. Cette période a été éprouvante pour le Fonds qui s'est heurté à un contexte boursier difficile, particulièrement pour les entreprises technologiques et pour celles à petites et très petites capitalisations qui figurent dans le Fonds. Au Canada, l'indice composé global S&P/TSX a plongé de 13 % depuis le début de l'année. Le secteur de l'énergie a fait office de locomotive sur le plan des rendements avec une hausse de 15,6 %, tandis que le secteur de la technologie a dégringolé de 57,5 % depuis janvier.

Traditionnellement, autour de 30 % à 40 % des investissements du Fonds se trouvaient dans des entreprises technologiques. D'ordinaire, cela nous a été bénéfique, mais cette année, cela a eu des conséquences négatives dues au fait que l'enthousiasme des investisseurs et peut-être certaines survalorisations soient retombés. L'avenir est certes toujours imprévisible, mais le climat actuel en matière d'investissement l'est encore plus que d'habitude. Entre l'inflation, la hausse des taux d'intérêt, la peur d'une récession et le conflit qui font les manchettes et créent des courants parfois contradictoires, même les investisseurs les plus aguerris ont de quoi se gratter la tête. En période de grande incertitude, comme c'est le cas en ce moment, il est tout à fait normal que les investisseurs tirent sur les rênes, réduisent les risques et attendent que le brouillard se lève. L'horizon de placement s'est rétréci parce que l'objectif n'est plus le même. Au lieu de se demander quelles entreprises rapporteront à long terme, on cherche à savoir ce qui nous permettra de passer au travers des prochains trimestres.

Cette humeur se répercute sur la dynamique du marché entourant quelques-unes des entreprises que nous possédons. Sangoma Technologies Corporation (TSX : STC) est une entreprise que nous avons sélectionnée dans le passé et dans laquelle nous avons élargi notre position lors d'une importante liquidation cette année. La liquidation a eu lieu quand l'entreprise, à l'instar d'autres entreprises spécialisées en logiciels de communications, a constaté un ralentissement de la croissance dans le contexte post-COVID. Zoom Video Communications Inc. (Nasdaq : ZM) et Twilio Inc. (NYSE: TWLO), qui avaient toutes deux grandement bénéficié du passage à la communication numérique pendant la pandémie de la COVID-19, sont loin de leurs beaux jours de 2021.

En dépit d'un certain ralentissement de leur croissance, les fondamentaux demeurent sains, et Sangoma a démontré qu'elle pouvait grandir dans différents environnements, tel que celui d'avant la pandémie. Voici un résumé de ses performances passées. Au cours des 10 dernières années, elle a affiché un taux de croissance annuel composé de 35 %, passant de 11 millions \$ lors de son exercice financier de 2011 à 231 millions \$ lors de son exercice financier de 2022. Que son revenu se soit multiplié par 20 en dix ans est certes impressionnant, mais plus impressionnant encore est le fait que Sangoma ait multiplié par 77 sa création de valeur en autant de temps.

Pendant son plus récent trimestre, Sangoma a réussi l'intégration de Star2Star et NetFortris. Ces acquisitions lui ont permis d'élargir sa gamme de produits et d'offrir à ses clients un plus large éventail de solutions. Sangoma a récemment annoncé des changements dans son équipe de direction. Le directeur des finances est désormais chargé des F&A, un cadre de Star2Star a été promu directeur des finances et l'un des chefs de NetFortris a été nommé directeur des recettes. À nos yeux, ce remaniement est un développement positif et le signe que l'intégration se passe bien.

Nous croyons que les revenus de Sangoma pourraient connaître une croissance organique à deux chiffres étant donné que sa marge BAIIA se maintient dans la dizaine supérieure. Tout ça s'appuie sur des revenus récurrents d'environ 70 %, ce qui nous permet de mieux estimer sa production financière et réduit la volatilité de ses fondamentaux. Sangoma a aussi recours au programme d'offre publique de rachat dans le cours normal (ou NCIB) et s'en est servi pour racheter

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

des parts. Cela nous paraît prudent, d'autant qu'à notre avis le titre est fortement sous sa valeur intrinsèque. Ses actions se négocient actuellement à 1 X son revenu projeté et à 6 X son BAIIA des douze prochains mois. Son titre ne s'est jamais négocié à un multiple BAIIA prévisionnel aussi bas, pourtant l'entreprise est nettement plus durable aujourd'hui.

Comme les investisseurs se retirent des entreprises à petite capitalisation et des titres technologiques, le moment est bien choisi pour y investir et fournir du capital à des entreprises solides qui par ailleurs n'en ont pas besoin pour financer leur croissance. Dans cet esprit, nous avons investi dans des entreprises de grande qualité qui ont été laissées pour compte, telles que Sylogist Ltd. (TSX : SYZ), CopperLeaf Technologies Inc. (TSX : CPLF) et Blackline Safety Corp. (TSX : BLN).

Des entreprises comme Aritzia Inc. (TSX : ATZ) et Magnet Forensics Inc. (TSX : MAGT) font partie de notre portefeuille et ont contribué cette année à sa performance. À la fin de septembre, PAR Technology Corporation (NYSE: PAR) constituait l'avoir le plus considérable de notre portefeuille. Cette entreprise fournit des solutions technologiques de point de vente entre autres pour l'industrie de la restauration. PAR est un bon exemple d'entreprise dont le multiple a été sévèrement déclassé en dépit de la robustesse de ses fondamentaux sous-jacents. Les résultats de son plus récent trimestre montrent une croissance continue de ses revenus annuels récurrents et une amélioration de sa marge brute. Le multiple de l'entreprise a été réduit de moitié : le titre se négociait à 6 fois son revenu l'an passé, mais à moins de 3 fois à la fin d'août, et ce en dépit du fait que ses fondamentaux soient solides et que son PDG prévoit avec assurance que ses revenus récurrents annuels augmenteront de 30 % à 40 % dans le futur.

Étant donné le profond décalage entre l'évaluation et les fondamentaux, le potentiel de rendement prévisionnel s'est considérablement amélioré cette année. Le contexte actuel nous offre une multitude de possibilités grâce auxquelles nous pourrions dénicher des entreprises dans cette situation et acquérir celles répondant le mieux à nos attentes en matière d'investissement.

Merci de votre appui soutenu.

David Barr, CFA et Sharon Wang
17 octobre 2022



PENDER
Gestion de Capital PenderFund Ltée

Les données standards sur le rendement du Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/pender-small-cap-opportunities-fund/>

Ce commentaire comporte un Avis de non-responsabilité, que vous pouvez consulter ici : <https://www.penderfund.com/disclaimer/>

© Copyright PenderFund Capital Management Ltd. All rights reserved. October 2022.