

COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – PREMIER TRIMESTRE DE 2023

Chers porteurs et porteuses de parts,

L'effondrement de la Silicon Valley Bank (SVB) et de Signature Bank, ainsi que la vente *in extremis* de Credit Suisse se sont révélés des pions importants sur l'échiquier boursier en mars, faisant redouter qu'un resserrement des normes de crédit puisse entraîner des répercussions sur les liquidités à disposition au Canada également. Bien que la crainte d'une contagion se soit dissipée, le marché s'attend essentiellement à ce qu'une récession frappe bientôt.

À la lumière de toute cette incertitude qui règne, les entreprises à petite capitalisation se sont inclinées devant leurs grandes sœurs en mars, comme en témoigne le rendement de -4,8 % de l'indice Russell 2000 par rapport au surplus de 3,2 % remporté par l'indice Russell 1000. Toutefois, les petites entreprises se tirent généralement mieux d'affaire pendant les récessions et prennent les devants lors des périodes de redressement qui s'ensuivent. Elles sont plus souples dans leur façon de faire face aux changements macroéconomiques et à leur sous-performance avant les replis boursiers. Le Fonds de dividendes à petite et moyenne capitalisation Pender a terminé le trimestre en retrait de -0,5 %¹, tandis que l'indice composé S&P/TSX et l'indice à petite capitalisation S&P/TSX ont passé le fil d'arrivée avec des gains de 4,6 % et 4,5 % respectivement. Les indices ont profité de leur pondération relativement élevée dans le secteur des marchandises, y compris l'or et l'argent, lesquels ont bénéficié de la détérioration de l'environnement macroéconomique et des hausses prévues de taux d'intérêt.

Parmi les gagnants du Fonds en mars, on notait la présence de sociétés énergétiques comme Spartan Delta Corp. (TSX : SDE) et Computer Modeling Group Ltd. (TSX : CMG), ainsi que de Guardian Capital Group Ltd. (TSX : GCG). Le 28 mars, Spartan Delta a annoncé la vente de certains de ses actifs canadiens à Crescent Point Energy Corp. (TSX : CPG) moyennant 1,7 G\$, un dividende spécial de 9,50 \$ l'action et l'essaimage de ses actifs Montney restants à une entreprise nouvellement créée appelée Logan Energy. Ce faisant, ceci a permis l'entreprise de cristalliser la valeur de « la somme de ses parties » dans ses actifs.

Également pendant le mois, Guardian Capital a conclu l'entente, antérieurement annoncée, visant la vente de sa filiale axée sur le patrimoine à Desjardins en contrepartie d'un produit net de 627 millions \$. À la suite de la transaction, Guardian possède environ 1,2 milliard \$ de liquidités nettes à son bilan, ce qui dépasse sa capitalisation boursière qui s'élève à 1 milliard \$. De plus, les activités de Guardian comportent des services bien établis de gestion des actifs qui dégagent un flux de revenu continuellement positif.

En ce qui concerne Computer Modeling Group, son PDG tout nouvellement nommé a annoncé une nouvelle stratégie, laquelle inclut la mise en place de partenariats dans le but de générer une croissance

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.

de ses revenus à deux chiffres, ainsi que des activités de F&A afin d'augmenter sa présence sur les marchés traditionnels.

Parmi les principaux perdants en mars, on retrouvait notamment Chesswood Group Ltd (TSX : CHW) et Adentra Inc. (TSX : ADEN). Chesswood n'a pas connu un très bon trimestre, ses divisions axées sur le financement d'équipements commerciaux et le financement aux consommateurs ont été malmenées par le stress qui sévit au sein de l'économie. De ce fait, l'entreprise a subi des radiations et provisions nettes plus élevées, des coûts de financement également plus élevés et une augmentation de ses dépenses. La gestion a pour objectif de réévaluer le risque en fonction des conditions du marché actuelles, ce qui devrait lui permettre de connaître des améliorations graduelles de sa marge. Les prêts montés continuent de s'accroître, aussi l'entreprise s'est-elle donné comme objectif à moyen terme d'alimenter son portefeuille pour atteindre entre 4 et 6 milliards \$.

Adentra a dégagé des rendements moins élevés que prévu au cours du trimestre terminé en décembre 2022, principalement en raison d'une dépréciation des stocks de 7,6 millions \$. Environ 40 % des affaires d'Adentra sont exposés au marché américain de la construction de nouvelles maisons; or, ce marché est appelé à s'effriter sur une base annuelle en 2023. La mise en chantier a diminué de 25 % en 2022, mais depuis les années 1950, la construction résidentielle tend à se redresser rapidement à l'issue d'une récession, sauf celle de 2008-2009. Une autre portion de 40 % des affaires d'Adentra relève du marché américain des réparations et rénovations, lequel devrait demeurer stable grâce à la valeur nette élevée du logement et l'âge médian des stocks de maisons de plus de 40 ans. Selon nous, le cours de l'action est peu élevé (6x VE/BAIIDA de 2023) et prévoyons que l'entreprise pourra accaparer une plus grande part du marché (actuellement à 6 %), libérer du capital à partir du fond de roulement, racheter des actions (ayant déjà racheté plus de 5 % des actions en circulation en 2022) et réaliser des acquisitions relatives afin d'atteindre son objectif de 3,5 milliards \$ en recettes d'ici 2026 (une augmentation de 1 milliard \$ par rapport à 2022 ou un TCAC de 9 %).

Nous avons également rajusté le portefeuille en mars, ce qui a mené à l'élimination de quelques noms, soit K-Bro Linen Inc. (TSX : KBL) et Transcontinental Inc. (TSX : TCL/A), dans le but de rediriger le capital vers des occasions plus prometteuses.

Nous sommes toujours à la recherche d'entreprises de qualité qui sont en mesure d'assurer une saine composition et qui se négocient à des cours raisonnables. Une telle occasion s'est présentée avec Trisura Group Ltd. (TSX : TSU), un important fournisseur de produits spécialisés d'assurance qui s'est retrouvé au banc des punitions après avoir divulgué de piètres résultats trimestriels. L'entreprise a déclaré une dépréciation imprévu de 82 millions \$ sur des recouvrables en réassurance dans le cadre de ses activités aux États-Unis. Le moment s'est avéré propice pour nous de créer une position dans cette entreprise qui figurait sur notre liste de suivi depuis quelques mois et qui avait déjà résidé dans notre portefeuille par le passé. La direction de Trisura estime que la dépréciation représente une seule perte sachant que les produits d'assurance comparables pour propriétaires de maison constituent moins de 6 % de sa prime émise brute aux États-Unis. De plus, l'équipe de gestion est d'avis que les recouvrables restants sont de bonne qualité – 83 % relèvent de réassureurs bien côtés et le solde fait l'objet d'un adossement adéquat.

Trisura exploite dans un marché créneau; elle table sur son savoir en souscription hautement spécialisé et son expertise en structuration pour offrir des produits commerciaux que la plupart des assureurs n'offrent pas. Ses antécédents au Canada s'échelonnent sur 16 ans où elle a accru ses recettes et sa valeur marchande par un TCAC de 29 % sur huit ans et jouit d'un rendement des capitaux propres dans

les deux chiffres élevés (30 % au cours des deux dernières années). Trisura a fait son entrée sur le marché américain en 2018 et a rapidement fait croître son modèle de façade à base de frais, en vertu duquel l'entreprise touche les primes, mais cède la grande partie des risques de souscription à un partenaire en réassurance moyennant des frais. Les activités américaines de la société ont affiché un taux de rendement des capitaux propres (exception faite de la dépréciation en réassurance) de 14 % en 2022; ce taux de rendement suit une courbe tendancielle haussière suivant la croissance de l'entreprise. Selon nous, l'entreprise continuera de croître sur les marchés tant canadiens qu'américain tandis que l'entreprise élargit son réseau de distribution dans le cadre de ses activités actuelles et de son modèle de façade.

Le potentiel de Trisura à l'avenir est une source d'enthousiasme pour nous, tout comme le portefeuille dans son ensemble qui renferme des entreprises aux valeurs fort alléchantes. L'incertitude qui règne sur la scène macroéconomique fait naître des occasions parmi certaines entreprises individuelles qui, selon nous, constituent des options de grande qualité. Celles-ci pourront à nouveau se dorner au soleil un jour; entretemps, nous continuerons de suivre étroitement leur évolution.

David Barr, CFA

21 avril 2023



Les données standards sur le rendement des fonds d'actions Pender sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fr/fonds-actions/>
Ce commentaire comporte un Avis de non-responsabilité, que vous pouvez consulter ici : <https://www.penderfund.com/fr/avis-de-non-responsabilite/>

© Copyright Gestion de capital PenderFund Itée. Tous droits réservés, avril 2023.