



COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – T1 2023

Le Fonds de valeur Pender a dégagé un surplus de 4,3 % à la fin du premier trimestre 2023, un résultat qui s'ajoute au gain de 5,0 % remporté au cours du quatrième trimestre 2022. À titre comparatif, l'indice composé S&P/TSX a réalisé un gain de 4,6 % et l'indice Russell 2000 a dégagé un rendement de 2,5 % au cours du trimestre. Au début de l'année, certaines entreprises, surtout les plus petites, qui selon nous ont été survendues pour des raisons fiscales vers la fin de l'année précédente, ont essuyé des revers de fortune. Cela n'a cependant pas duré, car le stress supporté par le système bancaire est devenu évident au terme d'une année de hausses de taux pugnaces.

Ces contraintes se sont fait sentir sur l'industrie bancaire régionale des États-Unis. En effet, l'effondrement de la Silicon Valley Bank a nécessité la prise de mesures monétaires et l'augmentation rapide du bilan de la Fed afin d'éviter une contagion immédiate. Voyant que l'industrie bancaire était sous pression et que la croissance économique ralentissait, nous avons sorti notre manuel de stratégies en cas de récession pour nous assurer que les entreprises de notre portefeuille avaient un bilan et une durabilité leur permettant de résister à un environnement difficile.

Dans ce contexte, les investisseurs désireux de se mettre à l'abri se sont tournés vers les mégaentreprises technologiques. L'indice S&P 500 a gagné 7,3 % au cours du trimestre. Plus de 80 % de ces gains sont venus des huit plus grandes sociétés — la plupart très connues. L'excellente performance des grandes entreprises n'a rien de nouveau et nous en avons largement discuté précédemment. À la fin du trimestre, les petites sociétés se négociaient selon une évaluation de 14,5 fois le rapport cours-bénéfice prévisionnel de l'indice S&P 600, contre 19,0 fois pour l'indice S&P 500 — soit un escompte de 4,5 fois. C'est très loin de la prime substantielle à laquelle les petites entreprises s'échangeaient pendant la décennie d'avant 2020. Grâce à cette évaluation anormale par rapport à ce qu'elle est historiquement, et à la correction que nous avons observée du côté des PME en 2022, il est possible d'obtenir à long terme de meilleurs rendements en répartissant le capital de manière anticyclique. C'est exactement ce que nous entendons faire.

Le fait que les évaluations des petites entreprises sont alléchantes sur une base absolue et relative crée un climat propice pour dénicher des entreprises intéressantes qui passent sous le radar des investisseurs moyens. Burford Capital Limited (NYSE : BUR) est un bon exemple d'actif incompris. Burford, le plus grand et le plus important spécialiste en matière de financement des litiges, figure parmi les actifs du Fonds dont le rendement a été le plus appréciable. La société a annoncé qu'une importante affaire qu'elle représentait avait obtenu un jugement sommaire favorable. En raison de ce verdict, la société pourra toucher des bénéfices bruts se situant entre 3,7 milliards \$ et 7,6 milliards \$. Même si une entente négociée venait à réduire ce chiffre, nous estimons que la valeur de l'action de la société gagnera de 10 \$ à 20 \$ alors qu'elle était de 8 \$ au début de l'année. Il s'agit là d'un catalyseur majeur pour le titre qui valide son modèle d'affaires et lui permettra d'éliminer une surabondance de capitaux privés.

Nous allons continuer à concentrer les investissements du portefeuille sur les PME dans lesquelles nous voyons un décalage par rapport aux données fondamentales sous-jacentes. Notre pondération dans les actions canadiennes a augmenté à 53,3 % à la fin du trimestre, ce qui constitue une augmentation par

rapport à celle de 36,3 % de juin 2022. Alors que notre exposition au marché canadien a bondi, nous avons réduit celle aux entreprises internationales de 16,1 %, en vigueur à la fin de juin 2022, à 8,8 % à la fin du trimestre. Nous avons opéré cette transition vers les sociétés canadiennes parce que nos actifs internationaux atteignent leur juste valeur ou que certaines sociétés que nous connaissons bien nous offrent des occasions indiscutables. Environ 48,7 % des avoirs en portefeuille relèvent des PME.

Nous constatons la présence de plusieurs catalyseurs susceptibles de faire débloquer les valeurs. En effet, les entreprises que nous possédons continuent de capitaliser et d'afficher des données fondamentales solides, les valeurs sont en voie de retrouver leurs fourchettes historiquement normales et l'activité de F&A accélère. Sur ce dernier point, bien que les transactions en matière de F&A aient diminué depuis la surchauffe de 2021, nous observons des signes encourageants. Les acheteurs stratégiques prennent note des nombreuses compressions, qui donnent aux acquéreurs disciplinés l'occasion de croître de façon externe dans un environnement plus lent. Ceux qui sont bien capitalisés et ont accès à du crédit sont avantagés par ce marché. Lors de divers appels sur les résultats, nous avons entendu des PDG affirmer que les attentes des acheteurs et des vendeurs se rejoignent de plus en plus — d'autant que les vendeurs se résignent maintenant à la baisse des valeurs étant donné que les multiples se sont contractés.

Nous visons des entreprises ayant des caractéristiques semblables à celles que recherchent ces acheteurs — une économie d'échelle attrayante, la fidélité à toute épreuve de leur clientèle de base, un avantage concurrentiel marqué. Ces qualités sont abondantes chez les entreprises figurant dans notre portefeuille, et nous croyons que leur valeur latente se réalisera à mesure que leur plan d'affaires se déploiera.

David Barr, CFA
4 mai 2023



PENDER
Gestion de Capital PenderFund Ltée

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 Ltée. Tous droits réservés, mai 2023.