

Commentaire du gestionnaire

David Barr, CFA

Le Fonds de valeur Pender a dégagé un rendement de 8,7 % au quatrième quartile de 2023, portant son cumul annuel à 7,7 %¹. Le Fonds a terminé l'année en territoire positif, se hissant de 6,5 % en décembre. Le changement de cap de la Réserve fédérale à l'égard de sa politique monétaire, tant attendu par les investisseurs, et la réduction prévue des taux d'intérêt en 2024 a mis le vent dans les voiles des petites entreprises et des marchés boursiers plus globalement. Pour le trimestre, l'indice Russell 2000 s'est avancé de 11,2 % et l'indice à grande capitalisation S&P 500 a bondi de 9,0 % (en dollars canadiens). Parallèlement, l'indice composé S&P/TSX a dégagé un gain de 8,1 %, tandis que l'indice à petite capitalisation S&P/TSX a remporté 6,1 % pendant la même période.

La politique monétaire de la Réserve fédérale a été sous les feux de la rampe pendant tout le trimestre. Toutefois, le compte-rendu de la rencontre du Federal Open Market Committee (FOMC) du 13 décembre, lequel envisageait la fin du cycle de hausses de taux d'intérêt et faisait place à la possibilité de réductions à venir en 2024, a eu l'effet d'un baume sur les marchés qui, fouettés par l'espoir, ont orchestré une remontée généralisée. Presque aucune catégorie d'actifs liquides n'a été laissée pour compte. Il s'agissait de la rencontre du FOMC la plus fructueuse en près de 15 ans pour tous les titres en cause. À la lumière de cette remontée spectaculaire, les indices boursiers ont atteint de nouveaux sommets en 52 semaines. En revanche, le marché obligataire a également tiré des conclusions de cette rencontre et a encaissé le coût de ces revirements, le taux de rendement du bon du Trésor américain à 10 ans ayant reculé de 71 points de base pendant le trimestre pour terminer sa course à 3,88 % à la fin du trimestre. Les écarts de crédit se sont également resserrés pendant cette période.

La domination étroite du marché par une petite poignée d'entreprises technologiques à mégacapitalisation a été un thème clé de 2023. Au cours des trois premiers trimestres de l'année, sept sociétés de l'indice S&P 500 ont dégagé à elles seules environ 85 % des gains. Cette escouade regroupe Apple Inc. (Nasdaq : AAPL), Microsoft Corp. (Nasdaq : MSFT), Nvidia Corp. (Nasdaq : NVDA), Alphabet Inc. (Nasdaq : GOOGL), Amazon Inc. (Nasdaq : AMZN), Meta Platforms Inc. (Nasdaq : META) et Tesla Inc. (Nasdaq : TSLA). Témoinnant également de la domination étroite d'un petit groupe, la société moyenne de l'indice S&P 500 a dégagé un maigre 2,4 %, comparativement à un rendement global d'environ 13 % pendant la même période.

On a toutefois assisté à un revirement de situation important au quatrième trimestre, ces sept mêmes entreprises ayant fourni environ 35 % au gain total du S&P 500 tandis que la société moyenne de l'indice s'avancait de 11,8 %. Cette remontée plus généralisée, à laquelle ont

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.

participé les entreprises plus petites en fonction de leur pondération dans l'indice, sert de signal positif : l'élan des entreprises technologiques à mégacap semble finalement perdre de sa vigueur.

Mises à jour sur le portefeuille

Pendant le trimestre, les gains les plus notables du Fonds ont été réalisés par les titres des entreprises D2L Inc. (TSX : DTOL), Dye & Durham Ltd. (TSX : DND) et KKR and Co L.P (NYSE : KKR), tandis que les titres de Baidu Inc. (Nasdaq : BIDU), Tiny Ltd. (CVE : TINY) et Texas Pacific Land Trust (NYSE : TPL) ont nui au rendement.

J'aimerais discuter plus avant de quelques sociétés gagnantes, incidemment des entreprises qui suscitent chez nous un fort degré de conviction. D2L offre une plateforme d'apprentissage dans les nuages et a révélé des résultats trimestriels impressionnants, affichant une croissance annuelle de ses recettes d'environ 13 % et une expansion soutenue de ses marges BAIIA. La société jouit d'un bilan solide et a annoncé la mise en place d'un programme de rachats de ses actions représentant 10 % des titres en circulation. Elle continue de mettre à exécution ses plans et, à la lumière des dénouements trimestriels, de confirmer notre thèse de placement dans ses opérations. La société figurait parmi les 10 principaux avoirs du portefeuille à la fin de l'année, occupant une pondération de 5,0 % dans le portefeuille.

Dye & Durham, deuxième plus grand contributeur au rendement du Fonds ce trimestre et fournisseur de solutions logicielles et technologiques basées dans les nuages, sert une variété de clients, notamment des cabinets juridiques, des institutions financières et des organismes gouvernementaux dans de nombreux pays à l'échelle mondiale. Les plus récents résultats trimestriels de la société relevaient un BAIIA ajusté légèrement supérieur aux attentes, une croissance annuelle du revenu soutenue de 13 % et un remboursement important de sa dette de 45 millions \$. L'entreprise entend améliorer ses flux de trésorerie disponibles de 70 millions \$ en réduisant ses dépenses en immobilisation, en rajustant ses prix et en diminuant ses dépenses d'exploitation. Vers la fin du trimestre, la société a également annoncé une révision stratégique de ses avoirs non centraux afin d'accélérer considérablement l'atteinte de son objectif, soit la réduction de sa dette totale à moins de 4 x le BAIIA (il était de 5,1 x dans le dernier rapport sur les bénéfices). Nous sommes convaincus du bien-fondé de la présence de cette entreprise dans notre portefeuille, laquelle occupe maintenant la pondération la plus importante, soit 6,6 %.

Quelques modifications ont également été apportées au portefeuille du Fonds pendant le trimestre. Nous avons vendu nos enjeux dans Baidu Inc. (Nasdaq : BIDU) et JD.com Inc. (Nasdaq : JD). Nous avons réinvesti le produit dans des avoirs déjà en portefeuille pour lesquels nous avons beaucoup espoir et avons réduit l'encaisse, laquelle représentait 0,2 % à la fin de décembre.

Nous allons continuer à trouver des occasions intéressantes parmi les petites et moyennes entreprises nord-américaines dont la valeur présente un décalage par rapport à leurs données fondamentales sous-jacentes. Notre pondération dans les actions canadiennes s'élevait à 63,8 % à la fin de l'année, soit une augmentation par rapport à celle de 50,3 % enregistrée en décembre 2022. Alors que notre exposition au marché canadien a pris de l'ampleur, celle aux



entreprises internationales s'est rétrécie, passant de 8,5 % à la fin de décembre 2022 à 2,7 % à la fin de l'année. C'est notre processus de recherche dans des entreprises qui suscitent chez nous un fort degré de conviction qui a mené à cette répartition.

Pendant la longue période baissière qui a affligé les petites entreprises technologiques au cours des dernières années, nous en avons profité pour augmenter la qualité du portefeuille et la taille de nos participations dans les sociétés que nous affectionnons. Si on compare le portefeuille en fin de 2023 et en fin de 2022, nos dix principaux avoirs sont passés d'une pondération de 44 % à 53 %. Ce faisant, la concentration du portefeuille dans les sociétés que nous ciblons plus étroitement a augmenté puisque le nombre d'avoirs dans le Fonds est passé de 40 l'année dernière à 36 maintenant.

Selon nous, ce positionnement devrait nous permettre de dégager de bons rendements au cours des trois à cinq prochaines années suivant la réalisation de la valeur intrinsèque de ces entreprises. Bien que peu d'investisseurs y portent attention, le moment est particulièrement bien choisi pour ceux qui s'intéressent aux petites entreprises : le vent semble enfin avoir tourné en leur faveur.

David Barr, CFA

22 janvier 2024

