

Commentaire du gestionnaire

David Barr, CFA

Le Fonds de valeur Pender a bien commencé l'année en s'avancant de 17,3 %¹ au premier trimestre de 2024. À des fins comparatives, notons que l'indice composé S&P/TSX et l'indice à petite capitalisation S&P/TSX ont affiché des gains respectifs de 6,6 % et 7,9 %. Aux États-Unis, l'indice Russell 2000 (CAD) a produit un rendement de 7,5 %. Le marché boursier dans son ensemble a poursuivi sur sa lancée entamée au quatrième trimestre de l'année dernière tandis que les investisseurs ont repris goût au risque. La politique monétaire et le contexte macroéconomique à l'égard des taux d'intérêt ont éperonné la remontée, elle-même déclenchée par les propos de la Fed qui a affirmé que les taux d'intérêt avaient touché leur sommet et que des réductions étaient à prévoir en 2024. Bien que ces attentes de diminutions des taux aient mené à une réévaluation des prix sur les marchés financiers pendant le trimestre, le consensus s'est mis à envisager un atterrissage tout en douceur de l'économie, ce qui a eu tôt fait de mettre le vent dans les voiles aux principales bourses.

Même si les événements macroéconomiques et les grands titres ont une influence importante sur l'humeur des investisseurs, nous gardons évidemment le cap sur les données fondamentales sous-jacentes des entreprises qui composent notre portefeuille et qui, selon nous, sortiront victorieuses, peu importe le scénario macroéconomique envisagé. À l'examen des entreprises sous-jacentes, nous constatons que le moment est particulièrement propice aux petites et moyennes entreprises (PME). En effet, nous nous attendons à un revirement des tendances à court et à long terme, ce qui devrait entraîner d'éventuels éléments catalyseurs pour ces sociétés.

En prenant un peu de recul, on voit à quel point un vent contraire persistant a miné les petites entreprises canadiennes qui ont subi des extrants de capital pendant une longue période. Pour les actifs des catégories de fonds communs de placement axées sur les petites sociétés canadiennes – une mesure de l'intérêt des investisseurs – on note un revers de plus de 50 % au cours de la dernière décennie. L'argent s'est dirigé vers d'autres catégories d'actifs, comme le capital-investissement, lequel avait en réserve plus de 3,9 billions \$² à la fin de 2023.

Une autre tendance à long terme dont nous avons antérieurement discutée dans le cadre de ce commentaire porte sur les cours attrayants des petites entreprises, tant sur le plan absolu que relatif. Ce constat n'a pas changé et demeure un vent arrière à long terme pour les petites entreprises : le retour à la moyenne fera en sorte que les cours reviendront plus près des moyennes historiques. Prenons par exemple l'indice S&P 600. Celui-ci a terminé le trimestre assorti d'un multiple des bénéfices futurs d'environ 16,2, tandis que l'indice S&P 500 inscrivait le sien à environ 21,8. Il s'agit là du rabais le plus imposant pour les petites entreprises comparativement aux grandes sociétés depuis le début des années 2000 où on notait un

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.

² Source : Global Private Equity report 2024, Bain & Company.

escompte d'environ 5,5x³. Lors des décennies antérieures, les petites sociétés se sont pour la plupart négociées à prime!

On relève aussi des tendances à plus court terme qui pourraient être favorables aux petites sociétés. L'activité des fusions et acquisitions (F&A) dans le milieu technologique a ralenti pour toucher un creux sur plusieurs années en 2023. Après une année difficile en 2022, les entreprises technologiques ont cherché une efficacité opérationnelle interne. Il se pourrait que leur attention se porte à nouveau sur les F&A externes pour alimenter leur croissance en 2024. Tandis que les attentes des acheteurs et vendeurs s'ajustent au nouveau contexte de valorisation et de taux d'intérêt, nous devrions assister à une reprise des F&A stratégiques cette année, bien qu'à un rythme mesuré.

Mises à jour sur le portefeuille

Nous avons déjà observé des signes à cet égard avec un de nos avoirs en portefeuille, soit Truecontext Corp. (TSVX : TCXT) qui est la cible d'une acquisition ce trimestre. La société, anciennement appelée ProntoForms, offre des solutions logicielles permettant de transformer les formulaires imprimés en formulaires numériques afin de recueillir et analyser les champs de données. Elle jouit de revenus récurrents prévisibles et à marge élevée et d'une base d'entreprises clientes en expansion. Le 13 mars, Truecontext a annoncé qu'elle serait acquise par une entité détenue majoritairement par Battery Ventures moyennant 1,07 \$ l'action ou 150 millions \$, soit une prime d'environ 40 % par rapport au prix de clôture précédent. L'entente a l'aval des actionnaires majoritaires représentant 76,4 % du capital et valorise l'entreprise à 4,5x le chiffre d'affaires de 2023 ou 3,8x le chiffre d'affaires attendu pour 2024. Notre position dans Truecontext est la celle qui a le plus contribué au rendement de notre portefeuille au premier trimestre. Selon nous, cette entente fait office de signal positif pour la reprise du marché des F&A, particulièrement dans le marché des sociétés technologiques à micro et petite capitalisation.

Parmi les autres titres gagnants pendant le trimestre, notons la présence de Sangoma Technologies Corp. (TSX : STC) et Kraken Robotics Inc. (TSXV : PNG). Sangoma est une entreprise à guichet unique qui offre des solutions unifiées de communication. De grande qualité selon nous, cette entreprise profite d'une grande marge de revenus récurrents, de l'ordre de 81 % au cours du trimestre le plus récent. Elle profite des services d'une nouvelle équipe de direction dont l'objectif consiste à accélérer sa croissance à l'aide de stratégies opérationnelles et de commercialisation substantielles. Nous sommes encouragés par les succès réalisés et estimons que l'entreprise peut continuer à faire croître ses flux de trésorerie pour servir sa dette. Une réévaluation du titre devrait avoir lieu sous peu.

Kraken Robotics Inc. (TSXV : PNG) figurait également parmi les titres gagnants. La société est un ajout relativement récent au portefeuille réalisé vers la fin de l'année dernière. Il s'agit d'une entreprise de technologie marine qui propose des capteurs sous-marins, des batteries, des véhicules télécommandés et des services robotiques pour les applications militaires et commerciales. Nous pensons que Kraken possède une solide adéquation produit-marché

³ Source : Capital IQ.

puisqu'elle est un des rares fournisseurs de composants essentiels sur le marché des technologies de défense maritime. Selon nous, ce marché profitera d'une demande importante à l'échelle du secteur d'activité au cours des années à venir, sachant que les marines de l'OTAN adopteront de plus en plus de technologies de défense autonomes, compte tenu des avantages en matière de productivité et de réduction des coûts d'exploitation. La société a émis une mise à jour en février : elle pense pouvoir atteindre une croissance annuelle de ses revenus de plus de 30 % en 2024, s'appuyant déjà sur une croissance estimée de plus de 68 % en 2023⁴. En ajustant ses marges BAIIIDA, qui pourraient aller toucher dans les 20 %, nous estimons que Kraken est sur le point de dégager des flux de trésorerie disponibles positifs soutenus au fil de sa croissance.

Ce sont là des exemples de notre capacité à trouver des occasions intéressantes parmi les petites et moyennes entreprises nord-américaines où il subsiste un décalage de la valeur par rapport aux données fondamentales sous-jacentes. Notre pondération dans les actions canadiennes s'élevait à environ 71 % à la fin du trimestre, celle dans les actions américaines à environ 29 % et celle dans les titres venant d'ailleurs qu'en Amérique du Nord à environ 3 %. Pour l'ensemble de ces emplacements, notre pondération dans les titres à petite capitalisation se chiffrait à environ 51 % du portefeuille à la fin du trimestre, celle dans les titres à moyenne capitalisation à environ 24 %, celle dans les titres à grande capitalisation à environ 21 % et celle dans les titres à microcapitalisation à environ 5 %.

Ce positionnement est le résultat de notre analyse fondamentale et de notre processus visant à repérer les meilleures occasions. Selon nous, le potentiel de rendement des petites entreprises au cours des trois à cinq prochaines années, au fur et à mesure que la valeur intrinsèque de ces entreprises deviendra manifeste, demeure fort attrayant. Le moment est particulièrement électrisant pour les investisseurs axés sur les petites entreprises : les vents contraires se transforment finalement en vents arrière pour les principales tendances que nous suivons depuis longtemps.

David Barr, CFA

26 avril 2024

⁴ Source : *Kraken Robotics Inc. and Capital IQ.*