

Commentaire du gestionnaire

David Barr, CFA et Sharon Wang

Rendement du Fonds

Notre Fonds a perdu -11,7 %¹ au premier trimestre de 2025, reflétant la performance des marchés américains à petite capitalisation qui sont représentés par l'indice Russell 2000 (CAD), lequel s'est replié de -9,4 %. En revanche, l'indice composé S&P/TSX s'est avancé de 1,5 %, et l'indice à petite capitalisation S&P/TSX de 1,0 %. La divergence entre les marchés américains et canadiens est redevable à des dynamiques sectorielles bien distinctes. La surpondération de notre Fonds aux actions technologiques, à l'instar de l'univers des petites entreprises américaines, a contribué à sa sous-performance en contexte de perte d'enthousiasme chez les investisseurs en raison de l'incertitude macroéconomique et des risques liés aux politiques commerciales. Entre-temps, les indices canadiens à petite capitalisation, où sont plus fortement représentés les secteurs de l'énergie et des matières premières, ont tiré parti du prix plus élevé des marchandises. Devant ces formidables vents contraires et l'évolution de la conjoncture macroéconomique, nos perspectives demeurent prudentes. Nous continuons à miser sur la préservation du capital et sur la grande qualité de nos avoirs en portefeuille.

L'incertitude : une nouvelle normalité

Dans ce type de marché, les personnes qui lisent nos commentaires depuis longtemps se lassent probablement de nous entendre dire deux choses en particulier :

1. Les actions à petite capitalisation présentent des cours fort attrayants à l'heure actuelle, tant sur le plan absolu que relatif;
2. En tant que sélectionneurs de titres selon une approche ascendante, les facteurs macroéconomiques sont secondaires pour nous.

Même si je crains toujours qu'on me demande mon opinion sur les perspectives macroéconomiques, je vais néanmoins m'avancer sur ce terrain puisque ce sujet est important en ce qui a trait à la structure des marchés des capitaux et à la façon dont nous comptons produire de bons rendements pour nos coinvestisseurs. Nous savons tous qu'à l'heure actuelle, la gestion active recule au profit d'instruments passifs et de FNB. En conséquence, il y a beaucoup moins d'investisseurs axés sur les données fondamentales en service de nos jours pour aider à mettre au jour la valeur réelle. Le processus de détermination du prix relève de plus en plus des flux passifs et des fonds quantitatifs basés sur l'élan (ou momentum). Lorsque cette réalité chevauche les politiques économiques incertaines qui règnent aux États-Unis et les plateformes de médias sociaux, qui décident des sujets abordés et qui créent des chambres d'écho qui répètent ces propos, nous obtenons des variations plus rapides et plus spectaculaires sur les marchés. Si Ben Graham estimait que M. Marché était irrationnel à son

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.

époque, il n'hésiterait pas à l'interner aujourd'hui. Or, ce niveau d'incertitude est devenu une nouvelle normalité.

Nous estimons que l'incertitude qui mine l'économie mondiale s'est installée pour les quatre prochaines années, sinon plus, étant donné l'érosion de la confiance et les dommages qu'elle cause actuellement à la réputation du système financier mondial. Les médias sociaux et leur capacité à influencer les gens ne risquent pas de disparaître (il y a une raison pour laquelle TikTok n'est pas autorisé dans le pays qui l'a mis au point). Et les influenceurs et bonimenteurs en ligne continuent d'abonder, contribuant à pousser ces propos et récits à l'extrême. Leurs affaires s'alimentent à même notre attention. Notre travail en tant qu'investisseurs est donc de tirer parti de la situation boursière actuelle pour ajouter de l'alpha à notre portefeuille pour le compte de nos investisseurs.

Nous continuons de gérer activement la taille de nos avoirs sur l'ensemble du portefeuille. En outre, nous mettons à profit notre position dans des titres avec option d'encaissement anticipé pour tirer avantage des manchettes qui nous exhortent à courir des risques ou à battre en retraite à la vitesse de l'éclair. Ces participations s'avèrent d'excellents outils pour réduire la volatilité du Fonds. Elles nous permettent de nous mouvoir rapidement, au gré des marchés, tout en conservant un portefeuille envers lequel nous avons un fort degré de conviction.

Titres gagnants et perdants

Au cours du trimestre, **TerraVest Industries Inc. (TSX : TVK)**, **Montage Gold Corp. (TSXV : MAU)** et **Kits Eyecare Ltd. (TSX : KITS)** ont occupé la tête du palmarès.

TerraVest est un fabricant de métaux pour des produits essentiels sur les marchés des infrastructures de carburant en Amérique du Nord. Selon nous, TerraVest assure une croissance composée de grande qualité et profite d'une équipe de gestion compétente assortie d'antécédents solides en matière d'exécution. Nous estimons que ce contexte volatil est propice à de nombreuses occasions de F&A pour TerraVest, qui est un acquéreur en série d'entreprises manufacturières.

Il vaut la peine de préciser que nous avons créé en janvier, avant que la turbulence ne s'installe sur les marchés, une position dans les indices Nasdaq et Russell 2000 avec option d'encaissement anticipé à titre de protection stratégique. Comme il s'agit de la première fois que nous utilisons ces options dans le portefeuille, nous avons commencé par des positions de plus petite taille. Malgré leur faible pondération dans le portefeuille, ces deux options de vente ont ajouté plus de 50 pb à la performance du Fonds, nous servant ainsi d'outil pour réduire la volatilité.

À l'inverse, trois entreprises ont nui à la performance du Fonds par une marge d'environ 450 pb pendant le trimestre, soit : **Sangoma Technologies Corporation (TSX : STC)**, **Dye & Durham Limited (TSX : DND)** et **WELL Health Technologies Corp (TSX : WELL)**. Nos thèses de placement pour chacun de ces titres demeurent cependant intactes; nous avons donc conservé nos participations.



Autres activités du portefeuille

Nous continuons de réduire certaines positions aux marges du portefeuille, réalisant des profits avec les entreprises qui ont dépassé les pondérations cibles pour ensuite redistribuer le capital dans des opportunités assorties d'un meilleur profil de risque. À l'issue de ce remaniement, notre exposition au secteur des matières premières s'élevait à 9,8 % à la fin du T1.

Nous avons aussi liquidé plusieurs avoirs pendant le trimestre, notamment Vecima Networks Inc. (TSX:VCM). Nous avons décidé de mettre un terme à notre participation dans les titres de Vecima en raison de sa concentration importante de clients liés aux opérateurs de systèmes multiples (MSO) de niveau 1 dont les dépenses sont très imprévisibles.

Perspectives

Selon nous, le portefeuille est relativement bien protégé contre les effets directs des droits de douane grâce à sa participation dans la technologie et les soins de santé. Cela dit, nous reconnaissons qu'au T1 et depuis, les marchés demeurent sous l'emprise des manchettes et que la volatilité risque incidemment de poursuivre son règne. Les risques macroéconomiques, plus particulièrement la géopolitique et les politiques commerciales, restent imposants et créent de l'incertitude pour les entreprises et les consommateurs, ce qui pourrait s'avérer un autre frein à la croissance économique. Devant ces vents contraires sur le plan macroéconomique, l'univers des petites entreprises demeure bon marché, tant sur le plan relatif qu'absolu. Nous avons toujours recours à notre approche axée sur les « potins » qui classe les idées de placement en fonction de leur profil risque/rendement. Nous chercherons à ajouter des participations moyennant des cours attrayants dans le but d'alimenter notre rendement à long terme.

David Barr, CFA et Sharon Wang

5 mai 2025

