

Commentaire du gestionnaire

David Barr, CFA et Sharon Wang

Rendement du Fonds

Le Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender a poursuivi sur sa lancée commencée en début d'année pour terminer le trimestre avec une hausse de 4,3 %¹. Ce résultat se compare très favorablement à celui de l'indice composé S&P/TSX (-0,5 %) et à celui des indices à petite capitalisation des États-Unis et du Canada, soit l'indice à petite capitalisation S&P/TSX (0,8 %) et l'indice Russell 2000 (CAD, -2,3 %). Nous avons pris l'habitude de voir, dans l'univers des petites entreprises, les épisodes de liquidation succéder aux trimestres performants. Il va sans dire que la récente solidité soutenue du marché des PME nous encourage beaucoup. À un certain moment, la divergence notable entre le rendement des petites et des grandes entreprises devrait s'inverser; deux bons trimestres de suite nous laissent envisager un tel dénouement. Récemment, les données hebdomadaires sur les flux des FNB révélaient des intrants de 1,9 milliard \$ dans le FNB IWM Russell 2000, ce qui représente sa deuxième semaine la plus performante à vie. Ces intrants équivalaient presque aux extrants de capitaux de 2,1 milliards \$² du FNB SPY S&P 500 à grande capitalisation.

Dans notre commentaire du trimestre dernier, nous avons avancé que les activités de fusion et acquisition (F&A) allaient continuer d'aller bon train et c'est bien ce qui s'est passé. Un de nos principaux avoirs, Copperleaf Technologies Inc. (TSX : CPLF), a annoncé qu'elle serait acquise à un prix de 12,00 \$ la part. Bien que cette nouvelle à court terme soit bonne pour les porteurs de parts, nous sommes tristes d'arrêter ici notre composition à long terme avec une société canadienne de croissance de grande qualité. C'est toutefois ce à quoi il faut s'attendre en investissant dans des entreprises de premier ordre. Comme nous avons été historiquement en mesure de repérer les compagnies qui deviennent la cible d'acquéreurs, on nous demande souvent comment nous nous y prenons pour ce faire. En vérité, les acquisitions d'entreprise ne sont qu'un effet secondaire de notre processus de sélection. Lorsque nous identifions de bonnes entreprises qui en sont aux premières étapes de croissance, nous ne sommes pas les seuls à vouloir les détenir. Les concurrents de l'entreprise de placement ou les sociétés du même secteur veulent également en avoir la propriété.

Titres ajoutés au top 10

Pendant le trimestre, nous avons profité de l'occasion pour augmenter notre pondération dans D2L Inc. (TSX : DTOL) (Desire2Learn) pour en faire un de nos 10 principaux avoirs. D2L est une société logicielle dans les nuages qui offre un système de gestion de l'apprentissage (SGA ou LMS en anglais) aux clients de l'enseignement supérieur, de la maternelle à la 12^e année et aux entreprises. Son revenu récurrent annuel est passé de 112 millions \$ US au cours de l'exercice financier de 2020 à 188 millions \$ US à la fin de 2024, ce qui équivaut à un TCAC d'environ 14 %. Bien que sa part de marché soit modeste dans les territoires présentement visés, D2L affiche un taux de réussite d'environ 50 % pour les nouvelles mises en œuvre du côté de l'enseignement supérieur. Plus récemment au cours du présent trimestre, D2L a annoncé la scission de SkillsWave afin de prioriser sa plateforme principale, Brightspace, ce qui met aussi

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 : U.S. Weekly FundFlows Insight Report.

en relief la volonté de D2L d'équilibrer la croissance et la rentabilité. La société scindée appartient en partie au PDG et à D2L. Cette dernière a décidé d'octroyer un prêt aux actionnaires pour aider à financer l'entreprise. Cette transaction a été initialement mal vue par les actionnaires à la lumière du lien de dépendance inhérent à cette transaction. Toutefois, après avoir fait plus de recherches, nous avons constaté que cette opération serait avantageuse pour l'ensemble des actionnaires. Nous estimons que D2L est bien placée pour gagner une part importante des contrats qui doivent bientôt être renouvelés étant donné le caractère unique de la plateforme SGA de Brightspace.

Le 25 juillet, KKR & Co. Inc et Dragoneer Investment Group ont annoncé l'acquisition d'Instructure Inc., le principal concurrent de D2L, moyennant 23,60 \$ US l'action (pour établir la valeur de l'entreprise à 4,8 milliards \$ US). Cette situation mène à un multiple VE/revenu de 6,6x (estimation pour 2025), tandis que D2L se négocie à un multiple VE/revenu d'environ 1,9x (estimation pour 2025), ce qui illustre bien la différence entre les cours publics et privés dans le milieu de la technologie destinée à l'éducation. Alors que D2L poursuit sa croissance et augmente ses marges de profit, l'entreprise dispose, selon nous, d'amplement d'espace pour accroître le cours de ses titres.

Titres gagnants et perdants

Copperleaf Technologies Inc (TSX : CPLF) figurait parmi nos trois sociétés les plus performantes pendant le trimestre, en compagnie de Sylogist Ltd (TSX : SYZ) et TerraVest Industries Inc (TSX : TVK). Ces trois sociétés à elles seules ont rapporté environ 5,5 % au Fonds, ce dernier ayant visiblement profité de l'acquisition de Copperleaf. Parmi les titres qui ont reculé, on notait la présence de Dye & Durham Limited (TSX : DND), Chesswood Group Ltd (TSX : CHW) et Aviat Networks Inc (Nasdaq : AVNW), lesquels ont retranché environ 2,7 % du rendement du portefeuille.

Chesswood a dû composer avec des difficultés importantes dans son portefeuille de prêts spécialisés et son PDG a récemment démissionné. Nous continuons d'examiner notre thèse de placement ici, mais nous notons que l'entreprise recèle plusieurs grands actionnaires dont les intérêts semblent correspondre à ceux des actionnaires en général. Nous estimons que la probabilité d'une vente ou d'une scission a augmenté et avons décidé de conserver cet avoir.

Activités du portefeuille

Nos activités en portefeuille ont ralenti par rapport aux quelques années précédentes, car nous accordons une grande confiance aux 20 principaux titres qui composent notre Fonds actuel. Les sociétés de croissance de plus grande qualité occupent une part dominante du portefeuille, le reste étant alloué à plusieurs situations spéciales et intéressantes.

La fusion du Fonds de dividendes à petite et moyenne capitalisations Pender dans le Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender a entraîné l'arrivée d'autres petites positions dans le Fonds, faisant accroître le nombre total de participations. Cette situation devrait se normaliser d'ici la fin de septembre.

Nous avons activement ajouté et retiré des avoirs au portefeuille pendant le trimestre. À la lumière de leur formidable rendement, certaines sociétés ont dépassé notre pondération cible. Nous avons donc dû réduire certaines participations et redéployer le capital dans d'autres titres qui nous ont semblé plus prometteurs. Nous continuons de trouver des entreprises intéressantes dotées de données fondamentales attrayantes et sommes heureux de constater

que nous bénéficions maintenant de vents arrière qui créent un contexte favorable aux petites entreprises.

Remarque finale

Pour terminer, nous souhaitons souligner le 15^e anniversaire du Fonds, lequel a été lancé en juin 2009. Nous sommes reconnaissants de l'appui de tous les investisseurs qui ont, au cours de cette période, privilégié une approche à long terme et choisi d'investir dans cette catégorie d'actif. Depuis sa création, le Fonds a réussi à dégager un taux composé de 15,2 %³ dans divers contextes boursiers en ayant systématiquement recours à une approche axée sur la protection du capital et sur la croissance du patrimoine des investisseurs au fil du temps.

David Barr, CFA et Sharon Wang

29 juillet 2024

³ 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. Rendement depuis la création en date du 1^{er} juin 2009.