

Commentaire du gestionnaire

David Barr, Amar Pandya et Laura Baker

Les actions ont profité d'un autre mois positif en septembre, les marchés s'étant propulsés vers des sommets records malgré l'incertitude macroéconomique qui plane. Au Canada, tant l'indice composé TSX que l'indice à petite capitalisation TSX ont atteint de nouveaux sommets. Les actions de petites entreprises américaines n'ont par ailleurs pas été en reste sachant que l'indice Russell 2000 a affiché un gain de 4,5 % en septembre. Du côté américain au T3, les petites entreprises ont affiché une augmentation d'environ 15 % (en CAD) par rapport à environ 10,5 % pour les grandes entreprises. Cette remontée s'appuyait sur une réelle croissance des bénéfices (après une année de performance solide), sur une réduction prévue des taux d'intérêt et sur des valorisations relatives attrayantes. Les entreprises à petite capitalisation axées sur la valeur ont dépassé l'indice générale par une marge de 2,5 %, les actions à grande capitalisation qui dominent l'indice S&P 500 devenant de plus en plus dispendieuses pour les investisseurs. Les produits de base ont présenté des résultats mixtes : le pétrole est resté au point mort tandis que l'or (cumul annuel de 46 %) et l'argent (cumul annuel de 60 %) ont joui de gains démesurés.

On constate une extension soutenue des valorisations sur l'ensemble des marchés : l'inflation qui perdure sur fond de réduction limitée des taux d'intérêt pourrait désormais devenir un obstacle de taille pour les actions. Comme Benjamin Graham aimait à le dire : « L'investisseur intelligent est une personne réaliste qui n'attend pas du marché qu'il soit sage ni ne craint qu'il soit déraisonnable ». Nous cherchons à retrouver ce même équilibre – optimistes à l'égard des occasions et conscients des risques à venir. À l'aube du T4, nous sommes donc encouragés par le récent rendement, mais prudents par rapport à ce qui nous attend au tournant.

Indice / Fonds	Rendement de septembre	Rendement à ce jour cette année
Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender (CAD)	+2,0 %	+6,4 %¹
Indice microcap Russell (CAD)	+6,3 %	+12,0 %
Indice Russell 2000 (CAD)	+4,5 %	+6,9 %
Indice composé S&P/TSX (CAD)	+5,4 %	+24,2 %

Les pondérations en portefeuille sont les suivantes : environ 92,2 % dans les actions canadiennes et 9,7 % dans les actions américaines.

Le Fonds a profité de la contribution notable de certains avoirs canadiens, particulièrement dans les secteurs de la technologie, des produits industriels et des matières premières. Pour bien naviguer dans le contexte macroéconomique actuel, la sélectivité est de mise. Nous continuons de cibler les entreprises de grande qualité qui se négocient à des valorisations raisonnables et qui sont en mesure d'assurer la composition de la valeur des actionnaires au fil du temps. On constate également un branle-bas de combat du côté des fusions et acquisitions (F&A), ce qui contribue à débloquer la valeur de plusieurs de nos titres en portefeuille.

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. Les données standards sur le rendement des fonds d'actions Pender sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fr/>

- Par exemple, en septembre, **dentalcorp Holdings Ltd (DNTL)** a annoncé qu'elle serait acquise par GTCR LLC en vertu d'un prix de 11 \$/l'action, ce qui représente une prime de 33 % par rapport au prix de clôture avant l'émission de l'avis d'achat.
- **Quorum Information Technologies Inc. (QIS)** a conclu un arrangement avec une société affiliée à Valsoft pour 0,80 \$ l'action, ce qui équivaut à une prime de 14 %.
- De l'autre côté de l'équation, **Black Diamond Group Ltd (BDI)** a annoncé qu'elle se portait acquéreur de Royal Camp Services pour une somme de 165 millions \$, payant un ratio de 4,6 fois le prix médian.

Selon nous, les petites entreprises demeurent attrayantes tant sur le plan absolu que relatif; elles devraient tirer parti d'un vent arrière à long terme sachant que le retour à la moyenne tend à ramener les multiples plus près des moyennes historiques.

Principaux gagnants	Contribution	Principaux perdants	Contribution
Kraken Robotics Inc. (PNG)	+124 pb	NFI Group Inc. (NFI)	-66,1 pb
dentalcorp Holdings Ltd.	+114 pb	MDA Space Ltd. (MDA)	-82,2 pb
Tantalus Systems Holding Inc. (GRID)	+67,5 pb	Dye & Durham Limited (DND)	-167 pb

Le rendement du Fonds a profité de l'acquisition de **dentalcorp** (voir plus haut), et de **Kraken Robotics** (dont nous discuterons plus loin). Du côté des perdants, **Dye & Durham** a nui au rendement après que la société a émis un avertissement qu'elle n'allait pas respecter l'échéance pour ses états financiers vérifiés et qu'elle allait demander une ordonnance d'interdiction d'opérations de la direction. L'action a touché un creux en 52 semaines sur fond de disputes au sein du conseil d'administration et d'une pression exercée par les anciens cadres et actionnaires de vendre la société.

Activités du portefeuille	Mesure	Raison
Computer Modelling Group Ltd (CMG)	Réduction de la position	Perspectives prudentes à l'écart des hypothèses de croissance de la société en contexte d'incertitude macroéconomique
Docebo Inc. (DCBO)	Réduction de la position	Profil risque/rendement moins intéressant
Secteur des ressources	Ajout	Participation à des titres secondaires qui ont augmenté la pondération à ce secteur

Le mois a été très occupé pour le Fonds; nous nous sommes retirés de quelques positions et avons augmenté de façon sélective d'autres positions dans le cadre de notre processus continu de répartition du capital. En septembre, nous avons vendu nos titres de **Computer Modelling** et **Docebo** et avons utilisé le produit pour leur préférer de nouvelles occasions présentant un profil risque/rendement plus attrayant. Nous avons ainsi pris part à plusieurs titres secondaires, principalement du secteur des ressources, de façon très opportune. Bien que le secteur des ressources ne soit typiquement pas une cible pour nous, certains noms offraient des points d'entrée qui correspondent aux critères de notre approche axée sur la valeur.

Faits saillants sur les actions : Kraken Robotics

Un nom qui retient l'attention ce mois-ci est **Kraken Robotics**, un chef de file canadien de la robotique sous-marine et de la technologie sonar. Suivant l'augmentation mondiale des budgets liés à la défense et l'accélération des placements dans les systèmes autonomes sous-marins par les pays, Kraken est bien placé pour tirer parti de la situation. Ses technologies de sonar et de

batterie essentielles sont de plus en plus intégrées aux plateformes navales alliées, soutenant les efforts de modernisation dans un contexte d'attention croissante portée à la sécurité géopolitique et maritime. Par exemple, au début de septembre, le gouvernement australien a accordé un investissement de 1,1 milliard de dollars pour acquérir une nouvelle flotte de véhicules sous-marins autonomes extra-larges conçus et construits en Australie (le « Ghost Shark ») pour la Marine royale australienne² auprès du plus gros client de Kraken, soit Anduril. Cet investissement marque à la fois une validation importante de la technologie de Kraken par un important perturbateur de la défense américaine et une accélération notable des échéanciers d'approvisionnement en matière de défense. Au-delà de la défense, Kraken dessert également les marchés commerciaux, notamment l'énergie extraterritoriale et l'inspection des infrastructures, ajoutant de la diversité à ses moteurs de croissance.

Profitant de vents favorables à long terme, d'une technologie validée et d'une capacité de production en expansion, Kraken continue de réaliser son potentiel de croissance à long terme. L'entreprise est assortie de données fondamentales solides sachant que ses revenus composés sont estimés à environ 40 à 50 % au cours des cinq dernières années. De plus, son équipe de direction prévoit une croissance élevée et continue et des marges BAIIA saines de 20 à 25 %.

David Barr, Amar Pandya et Laura Baker
16 octobre 2025

² [Anduril wins Ghost Shark contract](#)