

Commentaire du gestionnaire

Fonds d'actions mondiales à petite/moyenne capitalisation Pender

L'été est pour ainsi dire arrivé, et les marchés n'ont pas encore obéi au proverbial ralentissement estival. Ils nous ont plutôt accueillis avec des vagues successives de volatilité. Le contexte actuel se caractérise par une bifurcation importante et grandissante, occasionnée par l'augmentation sans précédent de la demande pour des infrastructures en IA et par l'accélération tout aussi considérable des dépenses mondiales en sécurité nationale. Rien n'illustre davantage cette dynamique que le secteur des technologies liées à l'IA, qui accapare à lui seul environ 40 % de la capitalisation totale du S&P 500.

Indice/Fonds	Rendement de mai	Rendement sur 1 an
Fonds d'actions mondiales à petite/moyenne capitalisation Pender (CAD)	2,1 %	3,2 %¹
Indice S&P 500 (CAD)	6,8 %	30,4 %
Indice Russell 2000 (CAD)	5,9 %	43,9 %
Indice composé S&P/TSX (CAD)	2,5 %	36,1 %

Le portefeuille est composé d'environ 48 % d'actions canadiennes, de 44 % d'actions états-uniennes et de 9 % d'actions internationales.

Quant à l'économie en K dont nous avons discuté dans des commentaires antérieurs, la disparité des valeurs est encore plus marquée. Les noms figurant dans le S&P 500 qui sont axés sur l'IA se négocient désormais à environ 26,4 x les bénéfices prévus des 12 prochains mois contre 17,5 x pour l'indice, une fois ces noms exclus. Parallèlement, plusieurs secteurs traditionnels sont toujours assortis d'un escompte substantiel, situation qui dure depuis beaucoup trop longtemps selon nombre d'analystes. Les entreprises du logiciel et des services commerciaux ont été particulièrement pénalisées. Certaines ont vu les multiples de leur ratio cours/bénéfices prévus des 12 prochains mois se contracter de 50 % à 70 % au cours de la dernière année.

C'est précisément dans ces dislocations que nous pouvons découvrir des occasions. Grâce à notre approche axée sur une recherche fondamentale exhaustive, nous avons ramené à la surface nombre de nouvelles idées potentiellement convaincantes sur le marché international. Nous avons récemment pris une position dans **Sanlorenzo SpA (SL)**, une société sur laquelle nous revenons ci-dessous.

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 du Fonds sont présentées ici : <https://penderfund.com/fr/fund/pender-global-small-mid-cap-equity-fund/>

Mise à jour sur le Fonds

Principaux gagnants	Contribution	Principaux perdants	Contribution
Kneat.com Inc. (KSI)	+69,0 pb	Fluor Corp. (FLR)	-60,0 pb
Dollar Tree Inc. (DLTR)	+64,0 pb	Clarivate Plc. (CLVT)	-47,5 pb
Kinaxis Inc. (KXS)	+55,9 pb	Sangoma Technologies, Corp.	-36,3 pb

Dollar Tree s'est hissée au rang des grands gagnants du mois après avoir rendu publics des bénéfices supérieurs aux prévisions du marché — y compris une croissance des ventes par magasin de 3,5 % et un BPA ajusté qui s'est accru de 38 % d'une année sur l'autre —, démontrant une fois de plus que son modèle d'affaires est bien adapté au contexte inflationniste actuel. Cette nouvelle a fait grimper le titre de 17 %. La direction a également relevé d'environ 3 % les projections pour son BPA de l'exercice financier 2026. Notre thèse touchant à cette compagnie demeure positive. Sa proposition à forte valeur ajoutée et ses prix d'appel lui permettent de mieux servir sa clientèle à faible revenu, mais aussi d'attirer celle qui cherche à réduire ses dépenses, car les consommateurs de toute tranche de revenu sont de plus en plus sensibles aux prix.

Kneat.com s'est également distinguée en mai. Le titre s'est bien comporté sur deux fronts. Premièrement, le 11 mai, l'entreprise a confirmé la création par le Conseil d'un comité spécial mandaté pour évaluer les options stratégiques, des informations parues au milieu du mois indiquant que le processus d'appel d'offres était entré dans sa phase finale. Deuxièmement, les résultats du premier trimestre de 2026 étaient solides : revenu de 18,0 millions \$ (+22 % d'une année sur l'autre)², chiffre d'affaires annuel récurrent de 76,4 millions \$ (+20 % d'une année sur l'autre), bénéfices bruts de 14,0 millions \$ (+28 % d'une année sur l'autre), marges en hausse à 78 % grâce aux gains d'efficacité liés à l'hébergement infonuagique. Depuis la fin du mois, le processus est terminé : Kneat a accepté l'offre de la société de capital-investissement Thoma Bravo pour 650 millions CAD³, une prime d'environ 40 % par rapport au prix de clôture du 8 mai, soit le dernier jour de négociation avant l'annonce de la révision stratégique.

Sangoma Technologies fait partie des perdants. Les résultats du troisième trimestre ont déçu les analystes, et la direction a abaissé ses prévisions pour l'année 2026, invoquant les problèmes géopolitiques et les pressions exercées sur le prix des produits de base. La compagnie a aussi annoncé qu'elle procédait à une révision stratégique formelle dans le but de créer de la valeur pour les actionnaires, ce qui lui a apporté un certain répit. Du côté de la direction, Larry Stock, directeur financier, a confirmé qu'il prendrait sa retraite le 30 juin. Adrian Back, vice-président principal des finances, assurera l'intérim le temps que le conseil trouve le successeur permanent. Malgré ces problèmes, notre thèse demeure la même, et nous avons profité de ce moment de faiblesse pour renchérir sur notre position.

Fluor a également fléchi ce mois-ci, principalement parce que les résultats du premier trimestre ont été inférieurs aux attentes du marché, ce qui a fait baisser le cours des actions de 18 %. Bien que l'entreprise ait annoncé un retour à la rentabilité selon les principes comptables généralement

² *Kneat Announces Revenue for First Quarter, May 2026*

³ *Kneat, Acquired by Thoma Bravo, June 2026*

reconnus (PCGR), les nouveaux contrats ont diminué d'environ 54 % d'une année sur l'autre, et la direction a revu à la baisse sa fourchette prévisionnelle pour l'ensemble de l'exercice. Malgré ces défis qu'elle devra relever à brève échéance, Fluor peut compter sur un solide carnet de 60 milliards \$ en ingénierie préliminaire et sur de nouveaux contrats dans les secteurs du nucléaire et de l'exploitation minière. Notre thèse à long terme quant à cette entreprise n'a pas changé.

Activités du portefeuille	Mesures prises	Raisons
Sanlorenzo SpA	Ajout au portefeuille	Entreprise de luxe rare, à forte marge, à faible intensité capitalistique, avec une demande résiliente, un fort pouvoir de fixation des prix, une croissance des volumes disciplinée et d'importantes possibilités à long terme.
CTS Eventim AG & Co KGaA (EVD)	Ajout	Nous avons profité d'un moment de faiblesse pour ajouter des titres à notre position. Thèse inchangée.
Telesat Corp. (TSAT)	Réduction	Gestion de la taille de la position en raison de l'appréciation de la valeur de la part. Notre thèse demeure inchangée.
Bitcoin Treasury Corp. (BTCT)	Vente	Élimination de l'exposition aux cryptomonnaies et redistribution du capital vers des occasions inspirant un fort degré de conviction.

Sanlorenzo SpA est une nouvelle acquisition. Elle s'ajoute à notre exposition internationale et se négocie sur la bourse d'Italie basée à Milan sous le symbole SL. Sanlorenzo conçoit, fabrique et vend des yachts faits sur mesure pour des individus ultrariches. On pourrait croire qu'il s'agit d'une entreprise cyclique, mais nous pensons qu'elle s'inscrit dans la durée. L'entreprise œuvre dans un oligopole de luxe caractérisé par ce qui est à notre avis une pénurie créée de toutes pièces. Chaque bateau est fait sur mesure. Par conséquent, les délais de livraison sont longs. La clientèle de base ne marchande pas ; elle attend le produit. De ce fait, Sanlorenzo ne subit pas les pressions en matière de volume qui réduisent les marges d'autres industries. C'est pourquoi nous estimons que sa valeur actuelle, qui se négocie à un ratio cours-bénéfice de 11,5, est grandement sous-évaluée.

L'entreprise a été fondée en 1958 et est demeurée privée pendant de nombreuses décennies. Depuis son introduction en bourse en 2019, les revenus ont fructifié de +15 % annuellement, son BPA de +33 % et son RCI moyen de 17 % pendant la même période. Le bilan est sain ; la compagnie dispose de liquidités nettes, et la direction de toute la latitude nécessaire pour éviter les risques liés à l'endettement qui ont tendance à accentuer les baisses cycliques. Nous considérons que Sanlorenzo est une marque de luxe déguisée en constructeur de bateaux, et que le marché ne valorise que ce dernier.

Fonds d'actions mondiales à petite/moyenne capitalisation Pender

11 juin 2026