

---

# SENVEST

---

RAPPORT ANNUEL

2023





## Faits saillants de la situation financière

### DONNÉES FINANCIÈRES CHOISIES

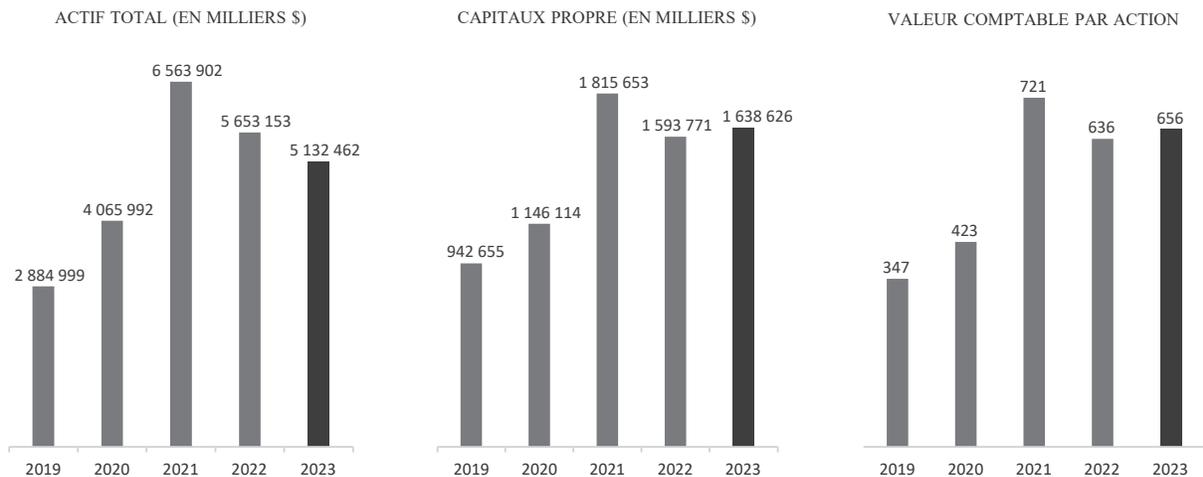
(en milliers, sauf les montants par actions)  
(exercices terminés le 31 décembre)

	2023	2022	2021	2020	2019
	\$	\$	\$	\$	\$
<b>SOMMAIRE DES ACTIVITÉS</b>					
Total des revenus et gains net					
(pertes nettes) sur placements	432 303	(730 345)	2 482 176	739 405	426 150
Résultat net attribuable aux					
actionnaires ordinaires	83 608	(326 083)	732 988	211 717	104 794
Résultat par action dilué	33,78	(130,98)	289,32	80,66	39,16
<b>DONNÉES FINANCIÈRES CHOISIES</b>					
Actif total	5 132 462	5 653 153	6 563 902	4 065 992	2 884 999
Capitaux propres	1 638 626	1 593 771	1 815 653	1 146 114	942 655

### RENSEIGNEMENTS SUR LES ACTIONS ORDINAIRES

Les actions ordinaires de la société sont cotées à la Bourse de Toronto sous le symbole SEC

TRIMESTRE	2023		2022	
	Haut	Bas	Haut	Bas
Premier	344,10	321,00	415,00	361,00
Deuxième	319,67	300,00	404,00	340,00
Troisième	327,51	310,00	362,08	306,25
Quatrième	310,00	280,00	344,99	279,00





## RENDEMENT GLOBAL

Senvest Capital (« Senvest » ou la « société ») a enregistré un résultat net attribuable aux actionnaires ordinaires de 83,6 M\$ ou 33,78 \$ par action ordinaire (montant de base et dilué) pour l'exercice clos le 31 décembre 2023. En comparaison, l'exercice clos le 31 décembre 2022 s'était soldé par une perte nette attribuable aux actionnaires ordinaires de (326,1) M\$ ou (130,98) \$ par action ordinaire (montant de base et dilué). Pour l'exercice considéré, le dollar américain s'est déprécié par rapport au dollar canadien, et il en est résulté une perte de change d'environ 37,4 M\$. Ce montant n'est pas présenté dans l'état du résultat net de la société, mais plutôt dans l'état du résultat global. En conséquence, le résultat global attribuable aux actionnaires ordinaires s'est établi à 46,7 M\$ pour l'exercice.

Le bénéfice lié aux placements en actions de la société explique la majeure partie des résultats. La variation nette de la juste valeur des placements en actions et autres titres, y compris les titres vendus à découvert et les passifs dérivés, a totalisé 307,7 M\$ pour l'exercice considéré, contre (810,0) M\$ pour l'exercice 2022. La plupart des placements en actions de la société ont été réalisés par l'intermédiaire de deux fonds, Senvest Master Fund, L.P. et Senvest Technology Partners Master Fund, L.P., qui sont intégrés dans les comptes de la société. Pour une analyse détaillée de la variation nette de la juste valeur des placements en actions, veuillez consulter les lettres aux investisseurs des deux fonds qui se trouvent vers la fin du présent rapport de gestion.

Au 31 décembre 2023, les positions les plus importantes du portefeuille, en consolidant les positions des différents fonds, étaient Paramount Resources (POU), QuidelOrtho (QDEL), Tower Semiconductors (TSEM), Boston Properties Inc (BXP), Kilroy Realty Corp (KRC) et Marriot Vacations (VAC).

Le fonds Senvest Master (Fonds Senvest Partners), qui se concentre avant tout sur les sociétés à petite et à moyenne capitalisation, a enregistré un rendement de 6,6 %, déduction faite des frais, pour le quatrième trimestre et de 4,9 % pour l'exercice. L'essentiel du portefeuille en position acheteur étant investi en actions de sociétés à petite et à moyenne capitalisation, la performance du fonds a été inférieure à celle de son indice de référence le plus pertinent, l'indice Russell 2000, pour le quatrième trimestre et l'exercice. Par ailleurs, le fonds a également été moins performant que l'indice S&P 500 pour le quatrième trimestre et l'exercice, bien que cet indice ne soit pas considéré comme un indice de référence du fonds. Le fonds a émis une catégorie d'actions destinée aux investisseurs institutionnels. Accessibles moyennant un placement minimal de 75 M\$ US, ces actions apportent un élément de durée, ce qui améliore la stabilité de son capital et l'aide à investir sur le long terme pour dégager des bénéfices, dans l'intérêt de ses partenaires. Les fonds propres de Senvest sont assujettis aux mêmes règles de liquidité que la catégorie d'actions destinée aux investisseurs institutionnels.

Le fonds Senvest Technology Partners, établi en 2003, investit principalement dans des sociétés liées à Israël. En 2019, le fonds a élargi son mandat géographique pour se concentrer sur les placements technologiques du monde entier. Après quinze ans d'investissement dans le secteur des technologies en Israël, le fonds a ouvert son portefeuille aux placements technologiques du monde entier. Le fonds Senvest Technology Partners conserve la même philosophie de placement et continue de mettre à profit sa diligence et sa compréhension des marchés technologiques et finaux du monde entier. Le fonds a enregistré un rendement de 10,2 %, déduction faite des frais, pour le quatrième trimestre et a progressé de 15,3 % pour l'exercice (les résultats mensuels des deux fonds sont affichés sur le site Web de la société). Tel que mentionné précédemment, les comptes des deux fonds sont consolidés avec ceux de la société.





La société détient un portefeuille de biens immobiliers au 31 décembre 2023. Une partie de ce portefeuille représente des placements détenus dans différentes fiducies de placement immobilier (FPI) et sociétés en commandite américaines. Ces FPI et sociétés en commandite ne sont pas négociées en bourse, et il n'existe aucun marché établi pour celles-ci. Le scénario de sortie le plus probable pour ces placements est la vente des biens immobiliers sous-jacents des FPI et sociétés en commandite et la distribution du produit de la vente aux porteurs. La société détient également des participations minoritaires dans des entités à capital fermé dont les principaux actifs sont des biens immobiliers. Comme pour les FPI et les sociétés en commandite, le scénario de sortie le plus probable pour ces placements est la vente des biens immobiliers sous-jacents.

La société détient également des immeubles de placement constitués de terrains et de bâtiments, à savoir des unités d'entreposage libre-service à Madrid, en Espagne. Les immeubles de placement sont initialement évalués au coût, incluant les coûts de transactions. Après leur comptabilisation initiale, les immeubles de placement sont réévalués à la juste valeur selon le modèle de la juste valeur. La juste valeur repose sur les évaluations externes de tiers évaluateurs. Les profits ou pertes découlant des variations de la juste valeur des immeubles de placement sont inclus dans le résultat net de la société. La société détient sept unités d'entreposage libre-service qui sont en exploitation et quatre autres qui sont en construction.

La société consolide Senvest Management LLC (« SML »), entité qui agit à titre de gestionnaire de portefeuille pour Senvest Partners et Senvest Technology Partners, ainsi que pour les commandités des fonds. La part des rendements résiduels prévus des entités structurées qui ne revient pas à la société est présentée à l'état de la situation financière à titre de participation ne donnant pas le contrôle. Cette participation ne donnant pas le contrôle est détenue par un dirigeant de la société et totalisait 17,8 M\$ au 31 décembre 2023, contre 17,5 M\$ au 31 décembre 2022.

Au 31 décembre 2023, l'actif consolidé de Senvest totalisait 5 132,5 M\$, contre 5 653,2 M\$ à la fin de 2022. La valeur des placements en actions et autres titres a totalisé 4 586,0 M\$, par rapport à 5 280,9 M\$ en décembre 2022. La société a acheté pour 3 456,5 M\$ de placements au cours de l'exercice et en a vendu pour 4 360,3 M\$. Le passif de la société a diminué à 3 493,8 M\$ pour l'exercice, contre 4 059,4 M\$ en 2022. La diminution est principalement attribuable à la diminution des montants à payer à des courtiers, aux titres vendus à découvert et aux passifs dérivés. Le produit de la vente à découvert de titres s'est établi à 3 195,8 M\$, et le montant des positions vendeur couvertes a atteint 3 573,7 M\$ pour l'exercice. Au total, les montants des opérations sont inférieurs aux montants de l'exercice précédent.

#### Monnaie fonctionnelle

Les éléments des états financiers de chacune des entités de la société sont évalués dans la monnaie de l'environnement économique principal dans lequel l'entité exerce ses activités (la « monnaie fonctionnelle »). La monnaie fonctionnelle de la société est le dollar américain.

#### Monnaie de présentation

La société a adopté comme monnaie de présentation le dollar canadien, qui est, de l'avis de la direction, la monnaie de présentation la plus appropriée. Comme les états financiers consolidés de la société ont toujours été présentés en dollar canadien et étant donné que la société est cotée à une bourse de valeurs canadienne, la direction estime qu'il est plus utile pour les actionnaires que les états financiers consolidés continuent d'être publiés en dollar canadien.



Les états financiers consolidés en dollar américain décrits plus haut sont convertis dans la monnaie de présentation comme suit : les actifs et passifs – au cours de clôture à la date de clôture; les revenus et charges – au cours moyen de la période. Toutes les variations découlant de la conversion sont comptabilisées à titre d'écarts de conversion dans les autres éléments du résultat global. Les éléments des capitaux propres sont convertis au taux historique.

## Risques

### Facteurs de risques financiers

Les activités de la société l'exposent à divers risques financiers, à savoir le risque de marché (y compris le risque de taux d'intérêt lié à la juste valeur, le risque de taux d'intérêt lié aux flux de trésorerie, le risque de change et le risque de prix sur titres de capitaux propres), le risque de crédit et le risque de liquidité.

Le programme global de gestion des risques de la société vise à maximiser les rendements en fonction du niveau de risque auquel la société est exposée et à réduire au minimum les effets défavorables potentiels sur sa performance financière. La direction gère ces risques conformément aux politiques en la matière approuvées par le conseil d'administration.

La société utilise différentes méthodes, présentées ci-dessous, pour évaluer et gérer les divers types de risques auxquels elle est exposée.

### Risque de marché

#### Risque de taux d'intérêt lié à la juste valeur et aux flux de trésorerie

Le risque de taux d'intérêt s'entend du risque que la juste valeur ou les flux de trésorerie futurs d'un instrument financier fluctuent en raison des variations des taux d'intérêt du marché.

La majeure partie des emprunts de la société repose sur des taux variables, lesquels exposent la société à un risque de taux d'intérêt lié aux flux de trésorerie. La société n'a pas de flux de trésorerie à long terme pouvant être affectés à ce type de dette à taux fixe; elle préfère donc utiliser des emprunts à taux variable à court terme. La société ne limite pas son exposition aux fluctuations des taux d'intérêt sur les instruments d'emprunt à taux variable. Si les taux d'intérêt augmentaient en flèche, la société pourrait avoir recours à des swaps de taux d'intérêt ou, plus probablement, réduire son niveau d'endettement. Au 31 décembre 2023, la société détenait 4 142,1 \$ (4 740,1 \$ en 2022) de titres de capitaux propres cotés. Elle peut vendre ces titres pour rembourser ses emprunts à taux variable. Au 31 décembre 2023, une hausse ou une baisse de 1 % des taux d'intérêt, toutes les autres variables demeurant constantes, entraînerait une augmentation ou une diminution d'environ 8,8 \$ (10,6 \$ en 2022) de la charge d'intérêts pour les 12 prochains mois.

La société détient des actifs financiers à des fins de transaction relativement à des titres de créance d'un montant de 22,44\$ (82,65 \$ en 2022).

Les titres de créance sont habituellement très sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt. En principe, une hausse des taux d'intérêt entraîne une baisse de la valeur des titres de créance. Inversement, une baisse des taux d'intérêt entraîne habituellement une augmentation de la valeur des titres de créance. Une variation de 100 points de base du rendement à l'échéance se répercutera sur la juste valeur des titres de créance détenus à des fins de transaction.





### Risque de change

Le risque de change s'entend du risque que la valeur des actifs et des passifs financiers monétaires libellés en monnaies étrangères fluctue en raison des variations des taux de change sous-jacents.

La société est exposée au risque de change en raison des fluctuations potentielles des monnaies étrangères autres que le dollar américain. Les tableaux qui suivent résument les principaux actifs financiers et passifs financiers monétaires de la société dont la juste valeur est principalement établie en monnaies étrangères autres que le dollar américain, soit la monnaie fonctionnelle de la société, et l'incidence avant impôt sur le résultat net d'une variation de 10 % des cours de change :

	<b>2023</b>			
	<b>Actifs financiers \$</b>	<b>Passifs financiers \$</b>	<b>Exposition nette \$</b>	<b>Incidence nette d'une augmentation ou d'une diminution de 10 % \$</b>
Dollar canadien	63 150	–	63 150	6 315
Euro	6 683	(4 507)	2 176	218
Livre sterling	–	(64 911)	(64 911)	(6 491)
Shekel israélien	290	–	290	29
	<b>70 123</b>	<b>(69 418)</b>	<b>705</b>	<b>71</b>

### Risque de prix sur titres de capitaux propres

Le risque de prix sur titres de capitaux propres s'entend du risque que la juste valeur des placements en actions et autres titres ainsi que celle des titres vendus à découvert et des dérivés fluctuent en raison des variations des cours de marché de ces placements. La valeur de la majeure partie des placements en actions et autres titres et de la totalité des titres vendus à découvert et des dérivés de la société est fondée sur les cours de marché à la date de clôture. Les variations du prix du marché des titres cotés et des dérivés peuvent être liées à un changement des perspectives financières des entités émettrices ou à la situation générale du marché. Lorsque des instruments financiers non monétaires – par exemple, des titres de capitaux propres – sont négociés dans une monnaie autre que le dollar américain, le cours initialement exprimé en monnaie étrangère et ensuite converti en dollar américain fluctue aussi en raison des variations des cours de change.

Les titres vendus à découvert sont des engagements de la société à livrer des titres donnés à une date ultérieure. La société doit alors acheter ces titres au cours du marché en vigueur à la date de livraison. Il en résulte le risque que le montant payé par la société pour s'acquitter de son obligation de livrer un titre soit supérieur au montant reçu lors de la prise de l'engagement ou au montant de l'obligation comptabilisé dans les états financiers consolidés. Par ailleurs, la société a conclu des instruments financiers dérivés d'un notional supérieur à leur juste valeur inscrite dans les états financiers consolidés. Il en résulte un risque que la société soit tenue de régler ces instruments à une valeur supérieure ou inférieure au montant auquel ils sont comptabilisés dans les états financiers consolidés.



Les placements en actions et autres titres de la société comportent un risque de baisse limité à leur valeur comptable, tandis que le risque lié aux actions vendues à découvert et aux dérivés est illimité. La société est soumise à des marges obligatoires qui la protègent contre la variabilité des risques liés aux titres vendus à découvert et aux dérivés. La société surveille étroitement ses placements en actions et autres titres et ses titres vendus à découvert et ses dérivés.

L'incidence d'une variation de 30 % des cours des placements en actions et autres titres cotés, des titres vendus à découvert et des dérivés de la société s'établit comme suit :

	<b>2023</b>		
	<b>Juste valeur \$</b>	<b>Juste valeur estimée compte tenu d'une augmentation de 30 % des cours \$</b>	<b>Juste valeur estimée compte tenu d'une diminution de 30 % des cours \$</b>
Placements en actions et autres titres			
Actions et dérivés cotés	4 263 539	5 542 601	2 984 477
Titres vendus à découvert et passifs dérivés	(502 965)	(653 855)	(352 075)
Incidence avant impôt sur le résultat net		1 128 172	(1 128 172)

#### Risque de liquidité

Le risque de liquidité s'entend du risque que la société éprouve des difficultés à honorer ses obligations financières. Les actifs les plus importants de la société sont les placements en actions et autres titres, dont l'essentiel est composé de placements en actions de sociétés cotées, qui peuvent être liquidés dans un délai relativement court. La société est d'avis qu'elle a suffisamment de ressources pour respecter ses obligations à mesure qu'elles deviendront exigibles, car elle détient un grand nombre de placements dans des actifs liquides. Tous les passifs financiers autres que les titres vendus à découvert, les passifs dérivés, les hypothèques, les obligations locatives et les passifs au titre des parts rachetables à la date de clôture viennent à échéance ou devraient être remboursés dans moins de un an (moins de un an en 2022). Le risque de liquidité lié à ces passifs est géré en conservant un portefeuille d'actifs de placement liquides.

#### Risque de crédit

Le risque de crédit s'entend du risque qu'une partie ne parvienne pas à s'acquitter de ses obligations contractuelles et qu'elle occasionne une perte pour la société.

La société est exposée au risque de crédit sur la trésorerie et les équivalents de trésorerie, les placements à court terme soumis à restrictions, les montants à recevoir de courtiers et les placements en titres de créance. Le risque de crédit découlant des fonds détenus auprès d'institutions financières est exclusivement géré par des investissements auprès d'institutions financières assorties d'une cote minimale de A. La société gère son risque de crédit découlant des titres de créance en assurant un suivi serré de l'émetteur de la dette et des notes publiées par les diverses agences de notation. Tous les placements en titres de créance évalués à la juste valeur par le biais du résultat net sont négociés en bourse, par





conséquent, il serait donc relativement facile de se départir d'un placement risqué si la solvabilité d'un émetteur venait à passer sous le seuil acceptable pour la société. Tous les titres de créance convertibles non négociés sont convertibles en actions de l'émetteur et sont évalués à la juste valeur par un évaluateur indépendant. La société suit de près les émetteurs des titres de créance pour vérifier si le risque de crédit passe sous le seuil acceptable, auquel cas elle peut exercer son droit de demander leur remboursement ou les céder sur les marchés privés, peu liquides.

#### Gestion du risque lié au capital

L'objectif visé par la société dans la gestion du capital est le maintien d'une structure du capital solide et adaptée à la nature de ses activités. La société considère que son capital correspond à ses capitaux propres. Elle gère son capital en fonction de l'évolution de la conjoncture économique. Pour maintenir ou ajuster la structure de son capital, la société procède à des offres publiques de rachat dans le cours normal de ses activités ou modifie le montant des dividendes versés. La société assure un suivi du capital sur la base du ratio capitaux empruntés/capitaux propres net. Le passif net utilisé dans le ratio capitaux empruntés/capitaux propres net est calculé en soustrayant les montants à recevoir de courtiers du passif total. Le ratio capitaux empruntés/capitaux propres net se présente comme suit :

	31 décembre 2023	31 décembre 2022
Total du passif net	3 147,5 \$	3 895,8 \$
Total des capitaux propres	1 638,6 \$	1 593,8 \$
Ratio passif net/capitaux propres	1,92	2,44

L'objectif de la société est de maintenir un ratio capitaux empruntés/capitaux propres inférieur à 3,0. La société estime que le maintien de ce ratio dans cette limite est le meilleur moyen de surveiller le risque. Le ratio capitaux empruntés/capitaux propres de la société s'établissait à 1,92 au 31 décembre 2023, comparativement à 2,44 à la fin de 2022. La société n'est soumise à aucune clause restrictive d'origine externe ni exigence en matière de capital, exception faite de celles prévues dans la facilité de crédit.

#### Risques liés aux placements

Outre ce qui a été mentionné précédemment, la société est assujettie à des risques supplémentaires en ce qui a trait à ses placements.

La valeur du portefeuille de la société peut diminuer et augmenter en raison de divers facteurs, comme la conjoncture économique générale et des facteurs liés au marché. Il se peut en outre que les décisions de placement prises par la société ne soient pas toujours rentables ou ne s'avèrent pas toujours judicieuses en définitive. Les stratégies de placement peuvent en tout temps entraîner des pertes importantes. Ces pertes peuvent être attribuables à divers facteurs, entre autres une baisse généralisée sur le marché sous-jacent, un manque de liquidité sur les marchés sous-jacents, la volatilité excessive d'un marché donné, une intervention du gouvernement ou les politiques monétaires et/ou budgétaires d'une région ou d'un pays donné. La rentabilité d'une bonne part des placements de la société dépend en outre dans une large mesure de la capacité de la société de prévoir correctement les variations futures des cours des titres et d'autres placements. Rien ne garantit que la société sera en mesure de prévoir ces variations des cours avec exactitude.

La stratégie de placement de la société est de nature spéculative et comporte des risques. La société négocie des options et d'autres dérivés, et elle a recours à la vente à découvert et à l'endettement. Le portefeuille n'est pas nécessairement réparti



entre un vaste éventail d'émetteurs ou de secteurs d'activité. De plus, la société peut prendre des positions concentrées dans les titres à l'égard desquels elle a de fortes convictions, investir dans des titres à haut rendement ou investir sur des marchés étrangers, à l'extérieur des États-Unis et du Canada. Le portefeuille de placements peut donc être exposé à des fluctuations de valeur plus rapides que si la société était tenue de maintenir une grande diversification de son portefeuille entre plusieurs secteurs d'activité, domaines, types de titres et émetteurs.

La société peut investir dans les titres de sociétés à forte croissance. Plus particulièrement, la société peut détenir des placements importants dans de petites et moyennes entreprises dont la capitalisation boursière est de moins de 2 G\$ US. Bien que les sociétés de plus petite taille puissent afficher un potentiel de croissance rapide, elles présentent souvent une plus grande part de risque, car elles n'offrent pas l'expérience en matière de gestion, les ressources financières, la diversification des produits et les atouts concurrentiels des sociétés de plus grande taille. Ces facteurs font en sorte que les sociétés de plus petite taille sont beaucoup plus susceptibles que les grandes sociétés de connaître sur le plan opérationnel et financier des revers importants qui menacent leur viabilité à court et à long terme. En outre, dans de nombreux cas, la fréquence et le volume des transactions portant sur les titres de ces sociétés sont beaucoup moins élevés que ceux des sociétés de plus grande taille. Il en ressort que les titres des sociétés de plus petite taille peuvent être exposés à des fluctuations des cours plus importantes et qu'il peut être difficile de se départir des placements dans ces titres à des cours appropriés, ou sans encourir de délais importants. Par ailleurs, une partie du portefeuille peut être investie dans des sociétés des secteurs de la technologie ou liées à la technologie et du secteur biotechnologique. Ces types de sociétés peuvent consacrer des montants plus élevés que la normale à la recherche et au développement de produits. Les cours des titres de ces sociétés peuvent connaître des fluctuations plus grandes que la moyenne du fait des perceptions quant aux perspectives de réussite de leurs programmes de recherche et de développement. Ces sociétés peuvent également être exposées à des conséquences défavorables dans l'éventualité où un ou plusieurs de leurs nouveaux produits ne sont pas acceptés sur le plan commercial ou du fait de changements technologiques ou de l'obsolescence. L'historique d'exploitation de certaines de ces sociétés peut être limité, si bien que leurs marchés demeurent encore inexplorés ou limités, que leurs produits sont restreints, qu'elles ne disposent pas d'antécédents de rentabilité établis, qu'elles fonctionnent à perte ou affichent des variations importantes des résultats d'exploitation d'une période à l'autre, qu'elles ont un accès limité à des capitaux et/ou qu'elles se trouvent à la phase du développement de leurs activités.

La société tente de gérer les risques susmentionnés en surveillant son levier financier, en suivant activement les activités des sociétés dans lesquelles elle investit et en tentant de réagir judicieusement aux conditions du marché. Cela dit, la société s'attend à un degré plus élevé de volatilité pour son portefeuille que pour les portefeuilles investis dans des sociétés plus stables de plus grande envergure dont les placements obéissent à des limites plus précises. Au 31 décembre 2023, environ 88 % du portefeuille de la société était investi en titres de niveau 1. La société surveille le pourcentage de ses titres de niveau 1 par rapport au total de ses placements, mais elle n'a pas établi de seuil en deçà duquel ce pourcentage ne peut descendre.

#### Risques liés aux changements climatiques

Les risques liés aux changements climatiques s'entendent des risques physiques et des risques de transition associés aux changements climatiques pouvant avoir des répercussions importantes sur les collectivités et l'économie. Bien que l'exposition directe des activités de la société aux risques liés aux changements climatiques soit relativement faible, la





société pourrait subir indirectement les effets de ces risques par l'intermédiaire des actions et des autres actifs dans lesquels elle investit.

Le portefeuille de placements de la société pourrait subir les conséquences directes d'événements météorologiques extrêmes plus fréquents et plus intenses qu'avant, ainsi que les conséquences indirectes d'interruptions connexes de la chaîne d'approvisionnement. L'exposition du portefeuille de placements de la société aux risques liés aux changements climatiques découle aussi de la transition vers une économie à faibles émissions de carbone, transition qui pourrait accentuer les risques liés à la réputation, aux marchés, à la réglementation, aux politiques, aux questions juridiques et à la technologie. Les placements actuels du portefeuille dans des secteurs à fortes émissions de carbone et sur des marchés qui dépendent de ces secteurs pourraient être davantage exposés aux risques de transition en raison de changements marqués des perceptions et préférences des clients, du coût croissant des émissions de carbone et de la concurrence provenant des énergies renouvelables.

#### Estimations et jugements comptables critiques

##### Estimations comptables critiques

La société fait des estimations comptables qui comportent une incertitude d'évaluation, car elles nécessitent l'utilisation du jugement et d'hypothèses. La société fait appel à son jugement et à des hypothèses pour concevoir et sélectionner des techniques de mesure ou d'évaluation appropriées aux circonstances et utilise des données d'entrée adéquates à la technique de mesure ou d'évaluation sélectionnée. La sélection des données exige aussi le recours au jugement et à des hypothèses.

#### Consolidation d'entités dans lesquelles la société détient moins de 50 % des droits de vote

La direction estime que la société exerce un contrôle de fait sur Senvest Management L.L.C. (« RIMA »), RIMA Senvest Master Fund GP, L.L.C. et Senvest Technology Partners GP, L.L.C., trois entités juridiques entièrement détenues par un dirigeant de la société, du fait de sa présence au sein du conseil de celle-ci et des modalités de l'entente de conseil en placement conclue avec celle-ci. RIMA agit à titre de conseillère en placement des fonds, tandis que RIMA Senvest Master Fund GP, L.L.C. agit à titre de commandité de Senvest Master Fund LP et Senvest Technology Partners GP LLC agit à titre de commandité de Senvest Technology Partners Master Fund LP. En guise de rémunération pour son travail de sous-conseiller, la société a le droit de recevoir 60 % des frais de gestion de RIMA et des incitatifs gagnés par les commandités pour chaque exercice.

La direction estime que la société contrôle Senvest Master Fund LP, Senvest Technology Partners Master Fund LP et Senvest Cyprus Recovery Investment Partners LP, même si elle détient moins de 50 % des droits de vote de chacun des fonds. La société a établi que les droits de révocation des porteurs de parts non affiliés peuvent être exercés, mais qu'ils n'ont pas suffisamment d'importance compte tenu du pouvoir décisionnel de la société à l'égard des activités pertinentes, de la rémunération à laquelle elle a droit et de son exposition aux rendements. La société, par l'intermédiaire de ses entités structurées, est le porteur de parts majoritaire de chacun des fonds et agit à titre de mandant, les autres porteurs de parts n'ayant pas constitué de groupe pour exercer leurs droits de vote collectivement.



### Estimation de la juste valeur des immeubles de placement

La société a adopté le modèle d'évaluation de la juste valeur pour évaluer ses immeubles de placement. L'évaluation des immeubles de placement est effectuée par des évaluateurs indépendants compétents de la région dans laquelle sont situés les immeubles. Les données utilisées dans les modèles d'évaluation des immeubles sont fondées sur des hypothèses appropriées qui tiennent compte du type d'immeuble et de son emplacement. La direction passe en revue les hypothèses formulées et les modèles utilisés pour s'assurer qu'ils cadrent avec leurs attentes et leur compréhension du marché. Des changements apportés aux hypothèses concernant ces facteurs pourraient avoir une incidence sur la juste valeur présentée des instruments financiers.

### Estimation de la juste valeur des instruments financiers

La juste valeur des instruments financiers, y compris les placements immobiliers, lorsqu'il n'existe pas de marché actif ou lorsque des cours ne sont pas disponibles, est déterminée à l'aide de techniques d'évaluation. En pareil cas, la juste valeur est estimée à partir des données observables concernant des instruments financiers similaires ou par l'utilisation de modèles. Lorsque des données de marché observables ne sont pas disponibles, la juste valeur est estimée d'après des hypothèses appropriées. Dans la mesure du possible, les modèles n'utilisent que des données observables; toutefois, des facteurs comme le risque de crédit (tant le risque de crédit propre à l'entité que le risque de crédit de la contrepartie), la volatilité et la corrélation exigent que la direction fasse des estimations. Des changements apportés aux hypothèses concernant ces facteurs pourraient avoir une incidence sur la juste valeur présentée des instruments financiers.

### Instruments financiers classés au niveau 1

La juste valeur des actifs financiers et des passifs financiers négociés sur des marchés actifs est fondée sur les cours de clôture à la fin de l'exercice. Les cours sur un marché pour les actifs financiers et les passifs financiers détenus par la société correspondent au cours de clôture. Les placements classés au niveau 1 comprennent les titres de capitaux propres cotés sur un marché actif et les dérivés négociés sur un marché boursier. Les actifs financiers classés au niveau 1 représentent environ 88 % du total des actifs financiers.

### Instruments financiers classés au niveau 2

Les instruments financiers classés au niveau 2 sont négociés sur des marchés qui ne sont pas considérés comme actifs, mais évalués en fonction des cours du marché ou des cotes fournies par des courtiers ou au moyen de techniques d'évaluation, comme des modèles financiers, qui utilisent des données de marché. Ces techniques d'évaluation maximisent l'utilisation de données de marché observables disponibles et s'appuient le moins possible sur des estimations propres à l'entité. Si toutes les données importantes requises pour déterminer la juste valeur d'un instrument sont observables, l'instrument est inclus au niveau 2. Ces instruments comprennent les obligations de sociétés, les titres de capitaux propres cotés et les dérivés peu négociés, les instruments dérivés négociés hors cote et les actions de sociétés fermées.

La société utilise diverses méthodes et pose des hypothèses qui sont fondées sur les conditions du marché existantes à chaque date de clôture. Les techniques d'évaluation utilisées pour les instruments financiers non standardisés, comme les options et les autres dérivés négociés hors bourse, sont les suivantes : la comparaison avec des opérations récentes conclues dans des conditions de concurrence normale, la comparaison avec d'autres instruments très similaires, l'analyse des flux de trésorerie actualisés, les modèles d'évaluation des options et d'autres techniques d'évaluation couramment utilisées par les





intervenants du marché en maximisant l'utilisation des données de marché et en s'appuyant le moins possible sur des données propres à l'entité. Les actifs financiers classés au niveau 2 représentent environ 5,5 % du total des actifs financiers.

#### Instruments financiers classés au niveau 3

L'évaluation des placements de niveau 3 se fonde sur des données non observables importantes, car ces placements ne se négocient qu'occasionnellement. Les instruments classés dans le niveau 3 comprennent des placements en actions non cotés, des titres de créance et des placements immobiliers. Puisqu'il n'y a pas de cours observables disponibles pour ces instruments, la société recourt à des techniques d'évaluation pour établir leur juste valeur. Les actifs financiers classés au niveau 3 représentent environ 6,5 % de la juste valeur totale des actifs financiers.

Les évaluations classées au niveau 3 sont examinées par le chef des finances de la société, qui rend compte directement au conseil chaque trimestre, selon les dates d'établissement des rapports de la société. Le conseil évalue si les modèles d'évaluation et les données utilisés sont appropriés. Sur une base annuelle, à l'approche de la clôture de l'exercice, la société obtient des évaluations de tiers indépendants pour déterminer la juste valeur des placements les plus importants classés au niveau 3.

Le chef des finances de la société examine les résultats des évaluations indépendantes. L'examen vise principalement à déterminer si le modèle d'évaluation utilisé est approprié, si les hypothèses posées sont compatibles avec la nature du placement et si les conditions du marché et les données utilisées telles que les flux de trésorerie et les taux d'actualisation sont raisonnables.

Au 31 décembre 2023, les instruments classés au niveau 3 sont issus de diverses entités et de divers secteurs d'activité.

Les placements immobiliers comprennent les placements dans des sociétés immobilières fermées, dans des FPI et dans des sociétés en commandite. Les sociétés immobilières représentent divers types d'immeubles dans différents emplacements. Pour la plupart des instruments de niveau 3, la société s'appuie sur les évaluations de tiers indépendants. Il n'existait pas de marché établi pour ces placements, le scénario le plus vraisemblable est donc la cession des actifs sous-jacents. En ce qui a trait aux placements dans les fiducies de placement immobilier et les sociétés en commandite, la société s'appuie principalement sur les états financiers audités qui évaluent les actifs à la juste valeur. Le scénario le plus vraisemblable est la vente éventuelle des immeubles sous-jacents et les distributions subséquentes aux porteurs.

#### Impôt sur le résultat

La société est assujettie à l'impôt sur le résultat dans de nombreux pays. Il faut faire preuve d'un jugement important pour déterminer le montant de la charge d'impôt consolidée. L'incidence fiscale définitive de bon nombre des transactions et calculs est incertaine. La société comptabilise des passifs pour les éventuelles questions découlant du contrôle fiscal, selon les estimations des impôts additionnels à payer. Lorsque le règlement définitif d'un enjeu fiscal donne lieu à un montant d'impôt différent de la charge d'impôt comptabilisée initialement, l'écart se répercute sur les actifs et les passifs d'impôt exigible et différé de la période du règlement définitif.

**RÉSULTATS TRIMESTRIELS**

(en milliers de dollars, sauf le résultat par action)

Période	Total des revenus et des gains (pertes) de placement	Résultat net – actionnaires ordinaires	Résultat par action
2023-4	281 084	85 665	34,61
2023-3	(147 432)	(67 029)	(27,07)
2023-2	120 082	21 222	8,58
2023-1	178 571	43 750	17,66
2022-4	467 665	153 795	61,58
2022-3	(265 349)	(118 477)	(47,72)
2022-2	(956 862)	(356 091)	(142,71)
2022-1	24 201	(5 310)	(2,13)

**PRINCIPALES INFORMATIONS ANNUELLES**

(en milliers de dollars, sauf le résultat par action)

	2023	2022	2021
Total des revenus et des gains (pertes) de placement	432 303	(730 345)	2 482 176
Résultat net – actionnaires ordinaires	83 608	(326 083)	732 988
Résultat par action, dilué	33,78	(130,98)	289,32
Total de l'actif	5 132 462	5 653 153	6 563 902

La société s'est engagée à effectuer des apports supplémentaires de 12 857 \$ au titre de placements en actions ainsi que des apports supplémentaires de 9 804 \$ au titre de placements immobiliers en capitaux propres.

**Passif au titre des parts rachetables**

Le passif au titre des parts rachetables correspond aux parts dans Senvest Master Fund, L.P., Senvest Technology Partners Master Fund, L.P. et Senvest Cyprus Recovery Investment Partners, L.P. Fund (collectivement, les « fonds » ou, individuellement, un « fonds ») qui ne sont pas détenues par la société. Les parts de Senvest Master Fund, L.P. et de Senvest Technology Partners Master Fund, L.P. peuvent être rachetées à la fin de tout trimestre civil. Pour une catégorie en particulier (la catégorie destinée aux investisseurs institutionnels), toutefois, un nombre de rachats trimestriels maximal correspondant à 17 % des parts et un nombre de rachats annuels maximal correspondant à 34 % des parts s'appliquent. La société mère, Senvest Capital, qui investit dans ces fonds, a accepté d'être liée par les conditions de la catégorie destinée aux investisseurs institutionnels. Les rachats effectués au cours des 24 premiers mois sont assujettis à des frais de rachat de 3 % à 5 % payables à Senvest Master Fund, L.P. et à Senvest Technology Partners Master Fund, L.P. En outre, un préavis





de 60 jours doit être donné avant tout rachat. Senvest Cyprus Recovery Investment Partners, L.P. Fund a des parts qui peuvent être rachetées deux fois par année moyennant un préavis de 120 jours. Ces parts sont comptabilisées initialement à la juste valeur, déduction faite des coûts de transactions, s'il y a lieu, et sont évaluées ultérieurement au prix de rachat.

Les parts rachetables sont émises et rachetées au gré du porteur à des prix fondés sur la valeur liquidative par part de chaque fonds au moment de la souscription ou du rachat. La valeur liquidative par part de chaque fonds est calculée en divisant l'actif net attribuable aux porteurs de chaque catégorie de parts rachetables par le nombre total de parts rachetables en circulation pour la catégorie en question. Conformément aux dispositions des documents de placement des fonds, les positions sont évaluées au cours de clôture aux fins de la détermination de la valeur liquidative par part pour les souscriptions et les rachats.

La société a connu des fluctuations marquées de sa rentabilité d'un trimestre à l'autre pour les deux derniers exercices, comme l'illustre le tableau qui précède. Les bénéfices ont sensiblement varié d'un trimestre à l'autre. Ces fortes fluctuations sont principalement attribuables aux ajustements importants à la valeur de marché apportés trimestriellement au portefeuille de titres de sociétés ouvertes de la société. Nous prévoyons cependant que la volatilité et l'agitation des marchés se traduiront par de fortes variations des bénéfices d'un trimestre et d'un exercice à l'autre. Se reporter à la rubrique « Risques liés aux placements » plus haut.

La société détient des comptes auprès de plusieurs institutions financières importantes aux États-Unis, qui sont ses courtiers primaires, et auxquelles elle cède certains actifs en nantissement de sa dette. Bien que ces dernières soient des institutions financières importantes, rien ne garantit qu'une institution financière, quelle qu'elle soit, pourra satisfaire à ses obligations. En outre, la société pourrait se heurter à des contraintes d'échéancier ou d'ordre pratique au moment de faire valoir ses droits en cas d'insolvabilité.

La *Bankruptcy Code* et la *Securities Investor Protection Act* des États-Unis visent à protéger les actifs d'un client en cas de défaillance, d'insolvabilité ou de faillite d'un courtier, mais rien ne garantit que la société ne subirait aucune perte advenant la défaillance d'un courtier qui détient ses actifs en garantie, étant donné qu'elle n'aurait pas accès à ses actifs durant un certain temps ou pourrait ne les recouvrer que partiellement. Comme la plupart des actifs nantis de la société sont confiés à trois courtiers primaires, ces pertes éventuelles pourraient être importantes.

Le 16 août 2023, Senvest a entrepris, dans le cours normal des activités, une nouvelle offre publique de rachat visant jusqu'à 100 000 de ses propres actions ordinaires avant le 15 août 2024. Depuis le début de l'exercice, 6 500 actions ont été rachetées. Le nombre d'actions ordinaires en circulation s'établissait à 2 472 124 au 31 décembre 2023 et à 2 468 824 au 28 mars 2024. Aucune option sur actions n'était en cours au 31 décembre 2023 et aucune option sur actions n'a été émise depuis 2005.

La société a obtenu auprès d'une banque un financement constitué d'une facilité de crédit et d'une facilité garantie. Une hypothèque mobilière de premier rang d'un montant de 30 M\$ grevant la totalité de ses actifs a été cédée en nantissement des deux facilités. Aux termes des facilités, la société est tenue de se conformer à certaines clauses financières restrictives. Toutes ces clauses ont été respectées pendant l'exercice. La société a également des comptes sur marge auprès de courtiers.



### Transactions entre parties liées

La société consolide Senvest Management LLC, entité qui agit à titre de gestionnaire de portefeuille pour le compte de Senvest Partners et de Senvest Technology Partners, ainsi que pour les commandités des fonds. La part des rendements résiduels prévus des entités structurées qui ne revient pas à la société est présentée à l'état consolidé de la situation financière à titre de participation ne donnant pas le contrôle. Cette participation ne donnant pas le contrôle est détenue par un dirigeant de la société et totalisait 17,8 M\$ au 31 décembre 2023, contre 17,5 M\$ au 31 décembre 2022.

### Placements importants en actions

Pour obtenir le sommaire de l'information financière de certaines entités détenues importantes, voir les états financiers consolidés audités de 2023. Les comptes de Senvest Partners, de Senvest Technology Partners et de Senvest Cyprus Recovery Investment Fund sont consolidés avec les comptes de la société.

## ÉNONCÉS PROSPECTIFS

Le présent rapport de gestion contient des « énoncés prospectifs » qui reflètent les attentes actuelles de la direction concernant la croissance, les résultats opérationnels, la performance ainsi que les perspectives et les possibilités commerciales futurs. Dans la mesure du possible, des termes tels que « pouvoir », « ferait », « pourrait », « fera », « prévoir », « estimer que », « planifier », « s'attendre à », « avoir l'intention de », « estimer », « viser », « s'efforcer de », « projeter », « continuer » et d'autres expressions similaires sont utilisés pour identifier ces énoncés prospectifs. Ces énoncés reflètent nos opinions actuelles concernant des événements futurs et sont fondés sur l'information dont nous disposons actuellement. Les énoncés prospectifs impliquent des risques importants connus et inconnus, des incertitudes et des hypothèses. De nombreux facteurs pourraient faire en sorte que nos résultats, notre performance ou nos réalisations réels diffèrent considérablement des résultats, de la performance ou des réalisations futurs exprimés ou sous-entendus dans ces énoncés prospectifs, y compris, sans s'y limiter, les facteurs de risque énumérés dans la notice annuelle de la société. Si un ou plusieurs de ces risques ou incertitudes devaient se réaliser ou si les hypothèses sous-jacentes aux énoncés prospectifs se révélaient inexactes, les résultats, la performance ou les réalisations réels pourraient différer considérablement de ceux exprimés ou sous-entendus dans les énoncés prospectifs contenus dans le présent rapport de gestion. Ces énoncés prospectifs sont faits en date du 28 mars 2024 et ne seront pas mis à jour ni révisés, sauf si la réglementation sur les valeurs mobilières applicable l'exige.

## AUTRES INFORMATIONS FINANCIÈRES

Des informations financières supplémentaires sur la société se trouvent sur Sedar à l'adresse <http://www.sedarplus.ca/> et sur le site Web de la société à l'adresse [www.senvest.com](http://www.senvest.com), ainsi que dans les documents déposés par la société (ou par Senvest Management) auprès de la SEC aux termes de l'article 13 aux États-Unis et d'autres documents qui se trouvent sur le site [www.sec.gov](http://www.sec.gov).





			Cumulative Since Inception	Annualized Since Inception
	Q4 2023 <sup>1</sup>	2023		
Senvest Master Fund, LP	6.64%	4.94%	6096.86%	16.68%
Russell 2000	14.02%	16.88%	750.09%	8.33%
S&P 500	11.68%	26.26%	956.12%	9.21%
HFRI	5.51%	10.44%	606.59%	7.58%

Dear Partners:

### **Review of Q4 2023**

Senvest Partners ended the year with a monthly performance that was much like how we entered 2023 – with a roughly mid-teens return that solidly beat the broader equity market indices. We view that sort of monthly outperformance as representative of what can happen to the portfolio at major inflections in the underlying macro, driven simply by interest rate expectations. That said, the Fund lagged behind the equity market indices for the quarter and the year.

Below and on the following page we show the Fund’s sector attribution along with the average gross, net, long, and short exposure for the last quarter.

<sup>1</sup> Net performance



**Sector Attribution<sup>2</sup> and Average Exposures for Q4 2023**

Sector	Attribution Q4				Average Exposure Q4			
	Long	Short	Total Gross	Total Net	Long	Short	Gross	Net
Communication Services	-0.43%	0.00%	-0.43%	-0.45%	5%	0%	5%	5%
Consumer Discretionary	-1.31%	-0.23%	-1.54%	-1.60%	14%	-9%	23%	5%
Consumer Staples	-2.11%	0.01%	-2.10%	-2.18%	1%	0%	1%	1%
Energy	-3.29%	0.00%	-3.29%	-3.42%	17%	0%	17%	17%
Financials	3.88%	-0.03%	3.85%	3.70%	19%	0%	19%	19%
Health Care	1.18%	0.07%	1.25%	1.20%	18%	0%	18%	18%
Industrials	0.89%	-0.73%	0.16%	0.15%	14%	-3%	17%	11%
Information Technology	7.05%	-0.43%	6.62%	6.37%	39%	-2%	41%	37%
Materials	-0.09%	0.00%	-0.09%	-0.09%	1%	0%	1%	1%
Real Estate	3.35%	-0.03%	3.32%	3.20%	17%	0%	17%	17%
Utilities	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0%	0%	0%	0%
Index/ETF	0.00%	-0.24%	-0.24%	-0.25%	0%	-2%	2%	-2%
<b>Total</b>	<b>9.12%</b>	<b>-1.61%</b>	<b>7.51%</b>	<b>6.63%</b>	<b>145%</b>	<b>-16%</b>	<b>161%</b>	<b>129%</b>

Below, we show the top 10 winning and losing investments (in rank order) for the Fund in Q4 2023<sup>3</sup>:

**Top 10 Contributors**

Company	Ticker	Long/Short	9/30/2023 Stock Price	12/31/2023 Stock Price	% Price Change
PENNYMAC FINANCIAL SERVICES	PFSI	Long	66.60	88.37	32.69%
UIPATH	PATH	Long	17.11	24.84	45.18%
BOSTON PROPERTIES	BXP	Long	59.48	70.17	17.97%
KILROY REALTY REIT	KRC	Long	31.61	39.84	26.04%
TOWER SEMICONDUCTOR	TSEM	Long	24.56	30.52	24.27%
AVIDXCHANGE HOLDINGS	AVDX	Long	9.48	12.39	30.70%
BANK OF CYPRUS <sup>4</sup>	BOCH	Long	259.00	304.00	17.37%
WIX.COM	WIX	Long	91.80	123.02	34.01%
RH	RH	Long	264.36	291.48	10.26%
JANUS INTERNATIONAL GROUP	JBIG	Long	10.70	13.05	21.96%

<sup>2</sup> Net Attribution Figures have been prepared on a pro forma basis and provided above. Important considerations regarding Senvest's calculation methodology for the Net Sector attributions should be reviewed under the Important Disclosures on page 16—these figures are not properly understood without reference to these disclosures.

<sup>3</sup> Short investments are labelled by GICS Sector and the price changes are rounded to the nearest tenth.

<sup>4</sup> Based on the prices of LSE listed security, which is denominated in GBP. The P&L/performance also includes the Fund's investment in Senvest Cyprus Recovery Fund, L.P.



**Top 10 Detractors**

Company	Ticker	Long/Short	9/30/2023 Stock Price	12/31/2023 Stock Price	% Price Change
PARAMOUNT RESOURCE	POU	Long	32.25	25.93	-19.60%
BEAUTY HEALTH COMPANY	SKIN	Long	6.02	3.11	-48.34%
MARRIOTT VACATIONS WORLDWIDE	VAC	Long	100.63	84.89	-15.64%
INDUSTRIALS CO	N/A	Short	N/A	N/A	30.00%
CRITEO ADR	CRTO	Long	29.20	25.32	-13.29%
MARKFORGED HOLDING	MKFG	Long	1.45	0.82	-43.45%
EBAY	EBAY	Long	44.09	43.62	-1.07%
ARC RESOURCES	ARX	Long	21.68	19.67	-9.27%
INFORMATION TECHNOLOGY CO	N/A	Short	N/A	N/A	40.00%
WM TECHNOLOGY	MAPS	Long	1.32	0.72	-45.43%

**Top Five Contributors and Detractors Commentary****PennyMac Financial Services (“PFSI”)**

Residential mortgage originator and servicer PennyMac Financial Services (“PFSI”) stock rose +32.69% in the quarter. PFSI reported Q3 GAAP earnings of \$1.77 and core earnings ex-hedging losses of \$2.11, ahead of consensus of \$1.69. PFSI generated an 11% ROE, up from 7% in Q2 and 4% in Q1, bolstering our confidence that the cycle troughed in Q1 2023, and ROE expansion is likely as conditions improve. Note the company has achieved these relatively solid returns in the face of the smallest mortgage origination market since the late 1990s.

Importantly, on December 4<sup>th</sup> PFSI announced the completion of the long-standing dispute between the company and Black Knight.<sup>5</sup> In November 2019, Black Knight filed suit against PFSI, alleging that the company misappropriated trade secrets and breached their contracts to copy Black Knight’s mortgage servicing platform, MSP, to create its own internal servicing platform. Black Knight had sought over \$340M in damages and ownership of PFSI’s IP related to its internal servicing platform. The arbitrator awarded Black Knight \$155M in damages but categorically rejected Black Knight’s claim of misappropriation of trade secrets and gave PFSI unfettered ownership of its servicing platform and the ability to use its IP however it sees fit. While the \$2.85/share hit to book value is meaningful, the arbitration result was less than the potential for a greater than \$6.25/share hit and critically removed tail risk that had existed for four years.

PFSI shares had a terrific 2023, increasing by +55.97%. PFSI has been a core position for the Fund for over 10 years, and we still see the upside. PFSI has proven itself as a best-in-class operator with significant scale and a

<sup>5</sup> PennyMac Financial Services – Investor Update. Investor Presentation (December 4, 2023)



long runway of future growth. We expect PFSI to continue generating double-digit ROEs in a constrained mortgage market and greater than 20% ROEs when mortgage rates and spreads normalize over time. We think the book value for PFSI could approach \$100 by year-end of 2025, which should garner a meaningful premium north of 1.0x book value, driving shares higher from current levels at just under \$90/share.

### **UiPath (“PATH”)**

UiPath (“PATH”), a leader in artificial intelligence-based workflow automation and process optimization software, increased +45.18% during the fourth quarter as the company reported upside to revenue, annual recurring revenue (“ARR”), profitability, and an acceleration in new bookings. During the quarter, PATH saw ARR growth of 24% year-over-year and bookings growth of 31% year-over-year, resulting in a record number of \$1 million ARR deals in the quarter. Profitability metrics, including an operating margin of 13.5% and FCF margin of 12.5%, also exceeded expectations. We attended the company’s user conference, “Forward,” in October, at which the company expressed confidence in its execution of a new go-to-market strategy as well as new product introductions that integrate Generative AI (“Artificial Intelligence”) into its automation platform. While the overall demand environment remains uneven due to macroeconomic factors, PATH saw strong demand in key verticals such as the Federal Government, Financial Services, and Healthcare.

UiPath is a relatively recent investment for the Fund which we identified as a broken IPO (April 2021), one of our favorite new idea screens. We were attracted to the company’s leading technology in the software automation market as well as a greater focus on driving operating leverage. PATH provides a platform for customers to automate legacy and repetitive digital tasks using robotic process automation software. UiPath pioneered the market for attended and unattended bots, which has since evolved into a full automation platform that includes key capabilities such as process, task, and communication mining that infuse AI-based technologies. In addition to market-leading technology, PATH was undergoing key changes in its go-to-market sales approach led by new senior management. Although the stock has seen its multiple expand to 7x EV/Sales from a trough of 4.5x in April 2023, we still believe the stock price can benefit from accelerating revenue and profitability over the next several years as it addresses a market opportunity of over \$60 billion and approaches becoming “a rule of 40” company (revenue growth plus free cash flow margins). Rule of 40 SaaS companies typically trade at 10-12x revenues or 45-55x EV/FCF.

### **Boston Properties (“BXP”)**

Boston Properties’ (“BXP”) stock appreciated +17.97% in the quarter. BXP develops and operates premium Class A office space across the US, boasting over 54 million square feet of space between Boston, New York, DC, San Francisco, and other major metropolitan areas.





As discussed in a previous letter, the prevailing narrative is that the COVID-driven shift to work-from-home has permanently impaired the demand for office space and, thus, the value of office properties around the US. On top of work-from-home, the current higher interest rate environment has both valuation and fundamental implications for office REITs. On the valuation side, higher long-term rates drive lower multiples. From a fundamental perspective, REITs operate with leverage and as that comes due, real estate owners have to refinance at higher rates.

These dynamics have combined into a perceived “perfect storm” for office REITs, demand destruction and higher cost of capital, and have become common knowledge among both investors and laypersons alike. When a theme becomes common knowledge in the investing community, it can be a sign that positioning has become lopsided. For example, betting against publicly traded office REITs has become so popular that short interest in companies like BXP has reached levels not seen since the financial crisis. Further, pre-COVID BXP has, on average, traded at an around 1.4% spread to the 10-year treasury when measured on adjusted funds from operations, or free cash flow (“AFFO”) yield, yet by September 2023, this spread had expanded to roughly 4.4%.<sup>6</sup> When positioning eventually reverses, it can drive violent moves in share prices. The volatility in share price of BXP during Q4 2023 illustrates this dynamic perfectly.

Despite the Q4 rally in the shares, we still view the risk/reward as largely attractive. If BXP returns to the pre-COVID average AFFO spread of around 1.4%, that would equate to a \$95 stock today, even with the 10-year treasury hovering around 4.09%.<sup>7</sup> Every additional 25bp move lower in interest rates would equate to an additional roughly \$3 in share price. In the meantime, we also collect a roughly 6% dividend. Finally, sentiment and positioning remain on our side, with short interest still over 6.5M shares, versus the pre-COVID average of around 2M.

### **Kilroy Realty (“KRC”)**

Commercial office REIT Kilroy Realty (“KRC”) appreciated +26.04% in the quarter. Similar to BXP, KRC develops and operates premium Class A office space, except with a focus on the West Coast and Austin. KRC is especially exposed to the San Francisco market, with over 50% of NOI from the Bay Area.

The prevailing narrative around office REITs noted above also applies to KRC just as it applies to BXP, absent one wrinkle: San Francisco. As Boston is to Life Sciences, San Francisco is to the Tech industry, and the latter has been the poster child for both work-from-home and, beginning in late 2022, layoffs. While Manhattan office worker visits sit only -25% below the 2019 level, San Francisco remains -53% below the pre-COVID average.<sup>8</sup>

<sup>6</sup> Senvest analysis and NTM Consensus AFFO divided by share price

<sup>7</sup> Per Bloomberg 10-year Treasury and the BXP Forward AFFO estimates as of January 22, 2024

<sup>8</sup> <https://www.placer.ai/blog/placer-ai-office-index-august-2023-recap>



Crime has also jumped in the city, with motor vehicle thefts up +53% and homicides up +44% since 2019.<sup>9</sup> People have responded by leaving the city outright, with net migration outflows reducing the San Francisco population to 2010 levels. Some believe the city to be stuck in a negative feedback loop, with worsening business conditions and crime driving people to leave, reducing tax receipts and the ability to control crime.

Similar to office REITs overall, the issues in San Francisco have become common knowledge, and can lead to lopsided positioning or valuation. Currently, short interest in KRC sits at over 5M shares sold short, well above the historical average. In terms of valuation, KRC historically traded at an AFFO yield of around 1.9% above the 10-year treasury pre-COVID. Heading into Q4 2023, this spread sat at over 5.4%, implying that investors demanded 3x the risk premium to invest in San Francisco offices versus recent history.

Despite the issues surrounding both office REITs and San Francisco, KRC is especially well-positioned to weather the storm. First, premier office space historically outperforms the average as companies that downsize on space typically upgrade on quality. Despite the overall office vacancy in San Francisco sitting around 21%, the KRC vacancy in San Francisco is 9%. Second, 95% of KRC's debt is fixed-rate, and less than 10% comes due in 2024 and 2025. Third, only around 6% of in-place leases are up for renewal in each of the next two years, the 2nd best lease maturity profile amongst peers.<sup>10</sup>

While the timing of the San Francisco office market recovery may be unknown, the question of whether it happens is not. There are already green shoots for those paying attention. US tech layoffs have decreased from over 60k in January 2023 to less than 10k in October 2023, and tech job postings in KRC markets have increased by +70% from January to October 2023. On the Q3 2023 earnings call, KRC disclosed a very muted 117k square feet of leases signed in October, equivalent to down -50% year-over-year. During a conference two weeks later, KRC surprised the market by announcing 205k square feet of leases signed in the first half of November alone. This momentum continued through the rest of the month, and the company finished November with 400k square feet of newly signed space.<sup>11</sup> Much of the leasing momentum can be traced to the boom in funding in AI companies. In summary, with one month to spare in the fourth quarter, KRC had already leased space equivalent to 1.6x the prior year's quarter, an impressive achievement. The recovery in the tech market appears to be translating to increasing leasing activity for KRC already.

Despite the clear improvement in sentiment, future interest rate expectations, and fundamentals, we still view the risk/reward as favorable. If KRC returns to the pre-COVID average AFFO spread of 1.9% versus the 10-year

<sup>9</sup> [https://www.sfexaminer.com/news/crime/how-san-francisco-crime-trends-compare-to-drops-across-us/article\\_a23f638e-99de-11ee-a582-df313ac11b80.html](https://www.sfexaminer.com/news/crime/how-san-francisco-crime-trends-compare-to-drops-across-us/article_a23f638e-99de-11ee-a582-df313ac11b80.html)

<sup>10</sup> Kilroy Realty Investor Presentation November 2023

<sup>11</sup> <https://investors.kilroyrealty.com/investors/press-room/news-details/2023/Kilroy-Realty-Continues-Strong-Fourth-Quarter-Leasing-Momentum/default.aspx>





treasury, that could equate to a \$56 stock today, even with the 10-year treasury sitting at 4.09%. Every additional 25bp move lower in interest rates would equate to an additional roughly \$2.50 in share price, before considering the attractive roughly 6% dividend yield. We believe we are being well compensated to wait for the recovery.

### **Tower Semiconductor (“TSEM”)**

Tower Semiconductor (“TSEM”), a leading specialty analog foundry, increased +24.27% during the quarter. The stock found its footing following the deal break from Intel in August, as the investor base has largely turned over from merger arbitrage funds to more traditional fundamental investors. Like many semiconductor peers, Tower faces temporary headwinds from an ongoing inventory correction in the semiconductor industry that the company highlighted in its November earnings conference call. Tower provided a cautious outlook for the fourth quarter, similar to peers and competitors throughout the industry. Although the company expects revenue to decline sequentially, management sees green shoots with some parts of its business, particularly in areas such as mobile and data centers, that should support revenue through the trough of the current cycle. Investors looked through the near-term choppiness and appear more focused on new opportunities over the next several years.

Looking out over the medium term, we are increasingly bullish on the opportunity set that should meaningfully benefit Tower and provide growth tailwinds for the company over the coming years. Given its advanced analog and mixed-signal foundry capabilities, TSEM benefits from the trend of ongoing supply chain rebalancing away from China. Tower has leading technologies in emerging areas, such as Silicon Photonics and Image Sensing that will enable new vectors of growth. Historically known as being capacity-constrained with limited room for growth, Tower has announced new capacity corridors with ST Micro and Intel that have just started to ramp modestly. We also see additional benefits emerging from the new Intel capacity deal as we believe Tower forged new customer relationships that it would not have otherwise engaged with if it were not for the new Intel partnership.

These new agreements should add an incremental \$1.2 billion of revenue off of its Q3 annualized run-rate of \$1.4 billion while dropping an incremental of approximately \$400 million of gross profit. On an aggregate basis, at full utilization, we believe TSEM will have a revenue capability of \$2.7 billion with EBITDA margins approaching 40% and net profit margins approaching 20%. This implies EBITDA greater than \$1.0 billion and earnings per share of \$4.50, well ahead of prior company targets. With peers like GlobalFoundries (“GFS”) currently trading at 4x EV/Revenue and 12x EV/EBITDA, we believe over time, TSEM has material upside to its stock, which could exceed Intel’s deal price of \$53/share.

**Paramount Resources (“POU”)**

Canadian oil and gas exploration company Paramount Resources (“POU”) declined -19.60% in the quarter.

In terms of macroeconomic data points, the backdrop was largely negative. Renewed tensions in the Middle East and news around the US refilling the Strategic Petroleum Reserve were largely offset by negative data points including record US oil production, speculation over weak 2024 demand growth, and doubts about OPEC’s ability to control prices. West Texas Intermediate crude sold off sharply in the quarter, declining -21.08%, and Henry Hub natural gas declined -9.83%.

On top of the unfavorable commodity price backdrop, POU reported positive Q3 2023 results in November but made some negative adjustments to 2024 guidance. The company decreased 2024 production guidance by -3% and, at the same time, increased 2024 capital expenditures guidance by +15%. These two factors combined decreased 2024 free cash flow guidance to \$350M from \$445M.

While this revision to guidance may look poor on the surface, it is worth unpacking the drivers behind this change. The largest driver behind the revision to production guidance is downtime at third-party infrastructure at the Wapiti plant. POU was notified of a 21-day maintenance outage in Q2 2024 and given the poor historical reliability, decided to layer in additional conservatism. Given this is entirely outside of management’s control, it is hard to ding the company for the revision here.

With respect to the revised capex guidance, it is worth revisiting POU’s ownership structure. CEO Jim Riddell and other insiders own nearly 50% of the company, meaning they are aligned with long-term shareholders. During the quarter, management made the decision to pull forward capex for 2025 production into 2024 after seeing better-than-expected well results. Said another way, 2024 will include the capex needed to grow without the benefit to production numbers in the year. While this may have frustrated more short-term oriented investors, we agree with management’s capex decision. The recent well results in POU’s Kaybob and Willesden Green acreage have been outstanding, and investing to get this production on-stream sooner is the right move.

We continue to believe that POU is a best-in-class combination of production growth and shareholder returns along with management’s ability to create value through opportunistic acquisition, asset sales and investment activity.

**Beauty Health Company (“SKIN”)**

The Beauty Health Company (“SKIN”), a beauty aesthetic company, declined -48.34% in the quarter. On the November earnings call, SKIN disclosed widespread quality issues with the Syndeo system, with the company implementing a remediation program that offered repairs or replacements on all Syndeo systems that had been





shipped since launch. While we were aware of quality issues, management had claimed that they would be largely resolved by the end of Q3 2023. Furthermore, we independently conducted channel checks with Syndeo customers across a swath of geographies to evaluate the pervasiveness and magnitude of quality concerns with the Syndeo instrument. These customers did not indicate anything unusual with the quality of the instrument, deeming the emergent quality issues as an ordinary course for aesthetic device product launches. In fact, customers expressed satisfaction with the company’s responsiveness in resolving any issues they had.

In reality, the scope of issues and cost of remediation was far worse than we were led to believe. Concurrently, SKIN announced that the CEO was departing, creating significant uncertainty regarding the forward path of the business. We have chosen to exit our investment in SKIN, as we believe that the risks associated with remedying the faulty Syndeo systems, the potential for new problems to arise, and the absence of long-term leadership in place outweighed the potential for share price appreciation.

### **Marriott Vacations Worldwide (“VAC”)**

Vacation ownership company Marriott Vacations Worldwide (“VAC”), fell -15.64% in the quarter, capping a difficult year in which shares declined -36.93%.

VAC has been a core holding for the Fund since 2018, during which the company has consistently delivered top-and-bottom-line growth with robust free cash flow. However, 2023 presented a perfect storm of headwinds, bringing company-specific and macro challenges that pressured results. As of Q3 earnings, FY guidance for EBITDA and EPS was 23% and 32% lower than the company’s initial guidance for the year.

Our thesis over the last five years has remained consistent. We believe VAC owns the best brands in a sector that offers attractive margins, cash flow, and growth. Importantly, we also see compelling value for consumers. VAC’s points-based model allows owners to prepay their vacation for life and use those points each year to vacation across over 100 resorts in the Marriott, Westin, Sheraton, and Hyatt systems. For families with kids, the value proposition of larger bedrooms, a kitchen and a living space offers good value versus the alternative of multiple hotel rooms and 100% of meals eaten at restaurants. Consumers definitively love the product, as evidenced by two-thirds of VAC sales coming from existing owners buying more points. For VAC, bringing a new owner into the system provides a reliable source of future upgrades, along with resort management fees, ancillary fees, and potential financing income should the customer choose to use financing. Each year, the company repurchases roughly \$100M of inventory (at values far less than the physical replacement cost) from owners who have aged out of the product and re-sells those points to new owners for \$1B. We think the core of this business remains intact and has a runway for growth ahead as the company adds more flags to the system and gains traction selling its recently introduced “Abound by Marriott Vacations” product that unifies the Marriott, Sheraton, and Westin brands under one roof.



We spent considerable time analyzing and re-underwriting every facet of the business and believe that most of the problems in 2023 are either transitory or fixable. As the company regains its footing in 2024, we expect there will be an opportunity for earnings growth and multiple expansion. Shares trade for less than 11x what we believe to be trough earnings and sport a 15% free cash flow yield, which we deem too cheap for a company of VAC’s quality, despite its recent challenges.

### **Industrial Short**

A short position in a truck rental company rose approximately +30.00%. Shares rose as the interest rate relief rally significantly lifted housing-related names.

### **Criteo (“CRTO”)**

Criteo (“CRTO”), an ad tech company specializing in commerce media and retargeting for the open internet, declined -13.29% in the quarter. CRTO has become a dominant player in the emerging and fast-growing market for “retail media” – essentially online advertising by brands and agencies to promote products on retailers’ e-commerce sites – and has created an exclusive, scaled network of over 200 global retailer customers including 60% of the top 25 US retailers and 50% of the top 20 EMEA retailers.

CRTO reported Q3 earnings in November and the stock traded down -11.97% on the print. While Q3 results met expectations, the Q4 guide was worse than expected, and the company withdrew its primary 2025 financial targets for several reasons. First, CRTO’s biggest retail media customer will switch to a new contract structure in 2024 that will impact revenues and EBITDA. The company noted that almost all of its other existing clients already operate with this type of contract, so we shouldn’t expect similar contractual issues going forward. Other reasons for a potentially weak 2024 included macro headwinds and the apparent pull forward of Google’s impending elimination of third-party cookies in the Chrome browser. While the deprecation of the cookie has been a known event, CRTO management expressed caution around the impact on its retargeting business given a hastier timeframe to respond to this major change.

Despite the issues highlighted during Q3 earnings, CRTO continued moving the ball down the field, as retail media growth accelerated and CRTO signed up 10 new clients in Q3. We believe there is significant momentum behind CRTO’s retail media business and once this “show me” story comes to fruition, the stock could have outsized upside from its price and valuation today around \$24.50 and 4.8x 2024 EBITDA.





**Portfolio Activity**

We added meaningfully to our TSEM investment during the quarter as it traded down to its lowest levels for the year following the termination of its acquisition by INTC in August. We initiated a position in a wireless communications semiconductor company and added to a position we have been building in a life sciences tools company, among other additions in the quarter. We sold down two core holdings on strength to reduce position sizes, which had grown due to stock price performance and reduced several core holdings to lower our gross long and net long exposure in general. We closed out of our investments in EBAY (not delivering on expected potential growth from its “tech-led reimagination”), New Relic (company agreed to be acquired), Doc Martens (lack of confidence in execution), Alexandria Real Estate (reduction in commercial office exposure), and Axcelis Technologies (valuation). We added to leisure and consumer-product related short positions while covering an index ETF and other positions.

**Review of 2023**

Below we show the Fund’s sector attribution for 2023 along with average gross long and short exposure for the year:

**Sector Exposure and Average Exposures for 2023<sup>12</sup>**

Sector	Attribution 2023				Average Exposure 2023				Exposure 12/31/2023			
	Long	Short	Total Gross	Total Net	Long	Short	Gross	Net	Long	Short	Gross	Net
Communication Services	-0.36%	0.00%	-0.36%	-0.40%	4%	0%	4%	4%	4%	0%	4%	4%
Consumer Discretionary	-4.26%	-1.36%	-5.62%	-6.20%	26%	-9%	35%	17%	11%	-11%	22%	0%
Consumer Staples	-3.55%	0.31%	-3.24%	-3.57%	2%	0%	2%	2%	0%	0%	0%	0%
Energy	0.71%	0.10%	0.81%	0.73%	19%	0%	19%	19%	14%	0%	14%	14%
Financials	7.23%	0.36%	7.59%	6.80%	17%	-1%	18%	16%	18%	0%	18%	18%
Health Care	-3.20%	0.11%	-3.09%	-3.41%	18%	-1%	19%	17%	18%	0%	18%	18%
Industrials	2.64%	-1.05%	1.59%	1.43%	12%	-4%	16%	8%	14%	-3%	17%	11%
Information Technology	8.64%	-0.43%	8.21%	7.36%	38%	-1%	39%	37%	46%	-1%	47%	45%
Materials	-1.10%	0.00%	-1.10%	-1.22%	2%	0%	2%	2%	1%	0%	1%	1%
Real Estate	2.89%	0.68%	3.57%	3.20%	12%	-1%	13%	11%	18%	0%	18%	18%
Utilities	0.00%	0.14%	0.14%	0.13%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Index/ETF	0.02%	-0.04%	-0.02%	-0.02%	0%	-2%	2%	-2%	0%	0%	0%	0%
<b>Total</b>	<b>9.66%</b>	<b>-1.18%</b>	<b>8.48%</b>	<b>4.83%</b>	<b>150%</b>	<b>-19%</b>	<b>169%</b>	<b>131%</b>	<b>144%</b>	<b>-15%</b>	<b>159%</b>	<b>129%</b>

Included on the next page is a list of the top 10 winning and losing investments (in rank order) for the Fund in 2023.

<sup>12</sup> Net Attribution Figures have been prepared on a pro forma basis and provided above. Important considerations regarding Senvest's calculation methodology for the Net Sector attributions should be reviewed under the Important Disclosures on page 16—these figures are not properly understood without reference to these disclosures.

**Top 10 Contributors in 2023**

Company	Ticker	Long/Short	12/31/2022 Stock Price	12/31/2023 Stock Price	% Price Change
PENNYMAC FINANCIAL SERVICES	PFSI	Long	56.66	88.37	55.97%
AXCELIS TECHNOLOGIES	ACLS	Long	79.36	129.69	63.42%
UIPATH	PATH	Long	12.71	24.84	95.44%
BANK OF CYPRUS <sup>13</sup>	BOCH	Long	150.50	304.00	101.99%
MDA	MDA	Long	6.40	11.52	80.00%
NEW RELIC	N/A	Long	56.45	87.00	54.12%
AVIDXCHANGE HOLDINGS	AVDX	Long	9.94	12.39	24.65%
BOSTON PROPERTIES	BXP	Long	67.58	70.17	3.83%
RH	RH	Long	267.19	291.48	9.09%
WIX.COM	WIX	Long	76.83	123.02	60.12%

**Top 10 Detractors in 2023**

Company	Ticker	Long/Short	12/31/2022 Stock Price	12/31/2023 Stock Price	% Price Change
MARRIOTT VACATIONS WORLDWIDE	VAC	Long	134.59	84.89	-36.93%
BEAUTY HEALTH COMPANY	SKIN	Long	9.10	3.11	-65.82%
QUIDELORTHO	QDEL	Long	85.67	73.70	-13.97%
VERINT SYSTEMS	VRNT	Long	36.28	27.03	-25.50%
CAPRI HOLDINGS	CPRI	Long	57.32	50.24	-12.35%
AMERICAN WELL	AMWL	Long	2.83	1.49	-47.35%
GREENFIRST FOREST PR	GFP	Long	1.53	0.95	-37.91%
CONSUMER DISCRETIONARY CO	N/A	Short	N/A	N/A	40.00%
RADWARE	RDWR	Long	19.75	16.68	-15.54%
TOWER SEMICONDUCTOR	TSEM	Long	43.20	30.52	-29.35%

**Outlook and Positioning for 2024**

Early last year, Bank of America chief investment strategist Michael Hartnett dubbed a group of tech stock leaders the “Magnificent Seven” and launched the catchphrase into our cultural zeitgeist. And for good reason, as these stocks rode the advent of Artificial Intelligence into our lives and dominated the returns of the S&P 500 in 2023, rising an average of 105% and representing almost two-thirds of the index’s returns. The other 493 stocks in the S&P 500 didn’t fare nearly as well, with data reported by Apollo Group that 72% of the S&P 500’s stocks underperformed the index this year, a record.<sup>14</sup> As the S&P 500 has hit record highs in early 2024, the

<sup>13</sup> Based on the prices of LSE listed security, which is denominated in GBP. The P&L/performance also includes the Fund’s investment in Senvest Cyprus Recovery Fund, L.P.

<sup>14</sup> The New York Times (January 31, 2024). The S&P Through the Prism of a ‘Magnificent 7’.





Russell 2000 index, comprised of small-cap stocks and which we consider the Fund’s closest benchmark, remains just out of bear market territory from its prior peak in 2021. In fact, Goldman Sachs research further notes that for the first time in history, on January 19, the S&P 500 made a fresh all-time high while the Russell 2000 was in a bear market.<sup>15</sup> The Fund likewise sits about -17% off its February 2022 peak. We make these comparisons to suggest that smaller market-cap stocks still have room to recover.

The relative underperformance of the Russell 2000 also highlights its relative attractive valuation. Alpine Macro Research points out that “...it is clear that small caps are trading at their lowest levels relative to large caps since 2015.”<sup>16</sup> Morgan Stanley research confirms this view and notes that “...the S&P Small Cap forward P/E multiple trades at a 30% discount to large caps.”<sup>17</sup> Bank of America research further notes that “...the last time relative multiples for small vs. large were this low [was] during the Tech Bubble, following which we saw a great return decade for small caps relative to large caps.” Value stocks also “...remains deeply underweight by active managers.”<sup>18</sup> We believe that the Fund has a value orientation based on factor analysis by our prime brokers and fund administrator, and as also shown in the attached Appendix, which covers our top 15 holdings, which represent approximately 93% of equity.

We have held the view that the rise in inflation stemmed largely from supply-side issues caused by the pandemic-induced economic shutdowns and that the natural resolution of supply bottlenecks would help ease inflationary pressures over time. The Fed’s rapid interest rate increases would further constrain financial conditions and price increases. We believe this has been playing out and we think inflation will continue to drop in 2024. In line with our thinking, Rosenberg Research made this important observation (January 29, 2024): “The most important inflation metric to have come out in the past month was the market-based core PCE deflator – devoid of the imputed guesswork that permeates the service sector components of all the various price measures. This index came in at a meek +0.1% MoM for the second month running. The YoY trend has been sliced from +4.8% a year ago to +3.0% today – and the six-month trend is down to the +2.0% target (at an annual rate), less than half the pace of a year ago.” Rosenberg further notes “...both core and headline [market based PCE] are running at +0.12% MoM, or a +1.5% annualized rate.”<sup>19</sup>

Further, we believe that the Fed significantly changed its posture toward the end of last year. In late November, Fed governor Christopher Waller – “a hawkish and influential voice at the central bank” reports Reuters – stated that “...we could start lowering the policy rate **just because inflation is lower** (emphasis added). It has nothing

<sup>15</sup> Goldman Sachs Research (January 23, 2024). GS Global Equities Call.

<sup>16</sup> Alpine Macro Research (January 8, 2024). Focus On The Big Picture.

<sup>17</sup> Morgan Stanley Research (January 8, 2024). US Equity Strategy – Strategy Data Pack January 2024.

<sup>18</sup> BofA Global Research (January 31, 2024). US Watch. January FOMC: March is no longer the base case.

<sup>19</sup> Rosenberg Research (January 29, 2024). Breakfast with Dave



to do with trying to save the economy. It is consistent with every policy rule.”<sup>20</sup> Chairman Powell confirmed the Fed pivot in his December press conference with Bloomberg reporting “The Federal Reserve held interest rates steady for a third meeting and gave its clearest signal yet that its aggressive hiking campaign is finished by forecasting a series of cuts next year.”<sup>21</sup> While Chairman Powell, at the January 31 FOMC meeting, confirmed for the third time that rates had peaked, he threw cold water on the likelihood of a March cut. Thus, the debate around the timing of cuts rages on. In the big picture, we don’t believe that whether rate cuts start in March or May, or June will have much bearing on the year ahead.

A final piece to the puzzle comes from the record levels of cash held in money market funds at just under **\$6 trillion**. Moreover, private equity funds are sitting on a record \$2.59 trillion in cash reserves available for buyouts and other investments, which of course can be further levered. When rates go lower, however, where will this mountain of cash go? We see massive “coiled spring” buying power for stocks as eventually some of this cash could rotate into equities.

Given the backdrop described above, coupled with the relative underperformance and attractive valuation of the Fund’s investments, we have great optimism for the year ahead. December returns demonstrate the potential torque in the portfolio.

In the attached Appendix, we show the Fund’s top 15 long positions and their market valuations. In general, the bulk of the portfolio consists of relatively low P/E stocks of companies generating free cash flow, which they often use to buy back stock at what we think are attractive valuations, thereby further enhancing shareholder value.

We thank our partners for your support and continued confidence in Senvest by entrusting us with your capital. As always, feel free to reach out to us with any questions.

Very truly yours,

Richard Mashaal

Brian Gonick

<sup>20</sup> Reuters (November 28, 2023). With Fed Likely done hiking rates, Waller Flags pivot ahead.

<https://www.reuters.com/markets/us/feds-waller-increasingly-confident-policy-is-right-spot-2023-11-28/>

<sup>21</sup> Bloomberg (December 13, 2023). Fed holds rates steady again and pivots towards cuts in 2024.

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-12-13/fed-holds-rates-steady-again-and-pivots-toward-cuts-in-2024?sref=B4MQfMf3>





Appendix A – Senvest Master Fund Top 15 Long Positions

Senvest Master Fund Top 15 Long Positions

	Price	% Change			Trailing <sup>(1)</sup>				2024 Calendar <sup>(2)</sup>			Market Cap
		52 Wk High	LTM	2024	EV / Rev	EV / EBITDA <sup>(3)</sup>	P / Adj. EPS <sup>(4)</sup>	P / TBV	EV / Rev	EV / EBITDA <sup>(3)</sup>	P / Adj. EPS <sup>(4)</sup>	
Paramount Resources (POU CN)	\$24.79	(26%)	(16%)	(4%)	2.0x	3.7x	3.5x	1.1x	1.8x	3.5x	3.1x	\$3,823
Quidel (QDEL US)	\$67.81	(28%)	(24%)	(8%)	2.2x	8.8x	14.3x	0.9x	2.3x	8.5x	13.4x	\$4,531
Tower Semi (TSEM US)	\$28.55	(37%)	(31%)	(6%)	1.5x	4.1x	4.0x	1.4x	1.6x	4.6x	9.6x	\$3,176
Marriott Vacations (VAC US)	\$82.59	(50%)	(48%)	(3%)	1.3x	7.9x	9.7x	1.5x	1.3x	8.0x	10.5x	\$3,576
Boston Properties (BXP US)	\$62.65	(15%)	(15%)	(11%)	8.1x	14.3x	8.6x	1.7x	8.1x	13.5x	12.3x	\$9,832
illumina (ILMN US) <sup>(5)</sup>	\$142.23	(39%)	(32%)	2%	5.2x	NM	NM	3.8x	5.2x	NM	NM	\$22,586
Bank of Cyprus (BOCH LN)	\$2.98	(2%)	63%	(2%)	NA	NA	3.2x	0.6x	NA	NA	3.2x	\$1,329
Radware (RDWR US)	\$18.34	(21%)	(16%)	10%	1.6x	18.3x	20.1x	2.7x	1.6x	16.7x	14.6x	\$775
Ciena (CIEN US)	\$54.77	–	11%	22%	1.9x	12.6x	20.1x	2.8x	1.8x	11.3x	18.3x	\$7,932
UiPath (PATH US)	\$22.51	(14%)	35%	(9%)	9.0x	NM	41.6x	6.5x	7.2x	42.2x	37.0x	\$12,742
Kilroy (KRC US)	\$34.42	(20%)	(13%)	(14%)	7.5x	12.0x	7.5x	0.8x	7.4x	12.4x	8.0x	\$4,112
Kornit (KRNT US)	\$17.34	(45%)	(36%)	(9%)	1.2x	NA	NM	1.0x	1.2x	NM	73.4x	\$849
Verint (VRNT US)	\$29.62	(26%)	(22%)	10%	2.9x	11.3x	12.3x	1.5x	2.7x	9.1x	10.5x	\$1,912
PennyMac Financial Services (PFSI US)	\$89.67	(4%)	39%	1%	NA	NA	21.5x	1.3x	NA	NA	9.1x	\$4,713
MDA (MDA CN)	\$11.39	(9%)	68%	(1%)	2.1x	9.8x	31.3x	1.3x	1.7x	8.5x	19.0x	\$1,389
Median <sup>(6)</sup>		(21%)	(16%)	(3%)	2.1x	10.5x	12.3x	1.4x	1.8x	9.1x	11.4x	
Russell 2000 <sup>(7)</sup>		(6%)	(1%)	(4%)	1.7x	14.9x	15.3x	3.8x	1.8x	13.2x	16.8x	
S&P 500 <sup>(7)</sup>		(0%)	20%	4%	3.0x	15.3x	23.8x	13.0x	2.9x	13.5x	20.5x	

Note : NM = Not Meaningful. NA = Not Available. Senvest Top 15 ranking as of 2/5/24.

Prices, market cap and fundamentals as of 2/5/24. POU CN and MDA CN Price, Market Cap and EPS in CAD, BOCH LN Price,

Market Cap and EPS in GBP, all other positions in USD. BOCH LN position includes investment in Senvest Cyprus Recovery Investment Fund (SCRIF).

(1) Trailing multiples based on last twelve months reported data for all companies.

(2) Bloomberg Estimates for calendar year 2024; Adjustments exclude non-cash charges, including intangible amortization and stock-based compensation.

(3) Trailing and Forward EBITDA estimates for POU CN represent Debt Adjusted (Unlevered) Cash Flow.

(4) P / Adj. EPS based on cash adjusted stock prices for those companies with positive net cash per share (POU, TSEM, PATH, RDWR, and KRNT).

Earnings estimates for POU CN, BXP US, and KRC US based on FFO.

(5) ILMN historicals and projections assume consolidated financials for Core ILMN and GRAIL reportable segments.

(6) Median calculations also exclude members with negative earnings.

(7) P / EPS for Russell 2000 and S&P 500 represent current Price / Adj. EPS multiples from Bloomberg excluding members with negative earnings.

AUM (\$ Million) - as of 12/31/2023 **\$2,226.8**

	Portfolio Exposure (% of AUM)		
	Q3 2023	Q4 2023	Change
Gross Long	151%	144%	-7%
Gross Short	-18%	-15%	3%
Total Gross	169%	159%	-10%
Net	133%	129%	-4%
Cash & Currency	-33%	-29%	4%

Concentration (% of Equity)

	Q3 2023	Q4 2023	Change
	Top 10 Longs	76%	71%
Top 20 Longs	115%	111%	-4%
Largest Long Position Size	15%	11%	-4%
Top 10 Shorts	16%	13%	-3%
Top 20 Shorts	18%	15%	-3%





## Senvest Master Fund, LP (“Senvest Partners”) Review of Q4 2023 & 2024 Outlook: February 6, 2024

### IMPORTANT DISCLOSURES

This letter is an informational document and does not constitute an offer to sell or a solicitation to purchase any securities in any entity organized, controlled, or managed by Senvest Management, LLC (“Senvest”) or in (i) Senvest Partners LP, a Delaware limited partnership, (ii) Senvest Partners Ltd., a Cayman Islands exempted company (both Senvest Partners LP and Senvest Partners Ltd. invest substantially all of their assets in Senvest Master Fund, L.P.), or any other partnership interests described herein (collectively, the “Funds”), and may not be relied upon in connection with any offer or sale of securities. Any offer or solicitation may only be made pursuant to a Confidential Private Offering Memorandum (or similar document) which will only be provided to qualified offerees and should be reviewed carefully by any such offerees prior to investing.

An investment in a Fund involves risk and volatility. Because this communication is only a high-level summary it does not contain all material terms pertinent to an investment decision, including important disclosures of conflicts and risk factors associated with an investment in a Fund. This document in and of itself should not form the basis for any investment decision. An investment in a Fund is speculative and entails substantial risks, including the fact that such an investment would be illiquid and be subject to significant restrictions on transferability. No market is expected to develop for interests in any Fund. Financial instruments and investment opportunities discussed or referenced herein may not be suitable for all investors, and potential investors must make an independent assessment of the appropriateness of any transaction in light of their own objectives and circumstances, including the possible risk and benefits of entering into such a transaction.

An investor in a Fund could lose all or a substantial amount of his or her investment. Returns generated from an investment in a Fund may not adequately compensate investors for the business and financial risks assumed. While the Funds are subject to market risks common to other types of investments, including market volatility, the Funds employ certain trading techniques such as the use of leverage and other speculative investment practices that may increase the risk of investment loss. The products and strategies in which the Funds expect to invest may involve above-average risk. Please see the Risk Factors section of the applicable Confidential Private Offering Memorandum (or similar document) for certain risks associated with an investment in a Fund.

Certain information contained in this Presentation constitutes “forward-looking statements,” which can be identified by the use of forward-looking terminology such as “may,” “will,” “should,” “expect,” “anticipate,” “target,” “project,” “estimate,” “intend,” “continue” or “believe” or the negatives thereof or other variations thereon or comparable terminology. Due to various risks and uncertainties, actual events or results or the actual policies, procedures and processes of the Investment Manager and the performance of the Funds may differ materially from those reflected or contemplated in such forward-looking statements and no undue reliance should be placed on these forward-looking statements, nor should the inclusion of these statements be regarded as the Investment Manager’s representation that the Funds will achieve any strategy, objectives or other plans.

This document should be read in conjunction with, and is qualified in its entirety by, information appearing in the Confidential Private Offering Memorandum (or similar document) for each Fund and the organizational documents for such fund (e.g. limited partnership agreements, articles of association, etc.), which should be carefully reviewed prior to investing. Potential investors should consult a professional adviser regarding the possible economic, tax, legal or other consequences of entering into any investments or transactions described herein. Investment allocations and ownership percentages are subject to change without notice. The information contained herein is confidential and cannot be reproduced, shared or published in any manner without the prior written consent of Senvest.

Unless otherwise indicated, the information contained in this document is current as of the date indicated on its cover. Such information is believed to be reliable and has been obtained from sources believed to be reliable, but no representation or warranty is made, expressed or implied, with respect to the fairness, correctness, accuracy, reasonableness or completeness of the information and opinions. Additionally, there is no obligation to update, modify or amend this document or to otherwise notify a reader in the event that any matter stated herein, or any opinion, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate.

The Investment Manager is not acting and does not purport to act in any way as an advisor or in a fiduciary capacity vis-a-vis any investor in the Funds. Therefore, it is strongly suggested that any prospective investor obtain independent advice in relation to any investment, financial, legal, tax, accounting or regulatory issues discussed herein. Analyses and opinions contained herein may be based on assumptions that if altered can change the analyses or opinions expressed. Nothing contained herein shall constitute any representation or warranty as to future performance of any financial instrument, credit, currency rate or other market or economic measure.

Certain performance information is provided for the Funds. Performance numbers are net of all fees and expenses unless noted otherwise. All returns are subject to revision until completion of the annual audit. Past performance is not necessarily indicative of or a guarantee of future results. Short position percentage of price change is rounded to maintain the anonymity of the security. Unless otherwise noted, all calculations in this report are made by Senvest. All profit and loss, or other performance information is unaudited and is net of fees and expenses based on an investment made at inception. Total returns reflect compounded monthly returns. The distribution of this document in certain jurisdictions may be prohibited or restricted by law; therefore, people in whose possession this document comes should inform themselves about and observe such restrictions. Any such distribution could result in a violation of the law of such jurisdictions.

**Gross and Net Attribution Figures: Attributions of sector-level performance are shown on a gross basis unless otherwise noted herein (“Gross Attributions”).** Gross Attributions reflect the return contribution by the aggregate investments in each Sector for the period indicated (calculated by dividing the gains/losses of the indicated Sector over the portfolio, as applicable), but is calculated prior to the deduction of management fees, [expenses] and incentive compensation paid to Senvest, which will reduce performance.

Net sector attributions (“Net Attributions”) reflect Gross Attributions, reduced by a percentage equal to the quotient of the the applicable Fund’s net return divided by the applicable Fund’s gross return in order to approximate a pro forma “net” return. This pro forma return should not be relied upon as a precise metric of the impact of fees and expenses on the performance of each Sector, for the reasons detailed below.

Net Attributions are presented pro forma because, although such figures reflect actual performance, these calculations apply management fees, expenses and incentive compensation to each Sector’s Gross Attributions, even though each Fund’s fees, expenses and incentive compensation are only calculated for the applicable Fund as a whole. Correspondingly, this approximation does not precisely reflect the impact such fees and expenses actually had on the performance of positions included in each Sector. Net Attributions do not take into account the specific impact of leverage and other costs on specific Sectors’ performance, nor do they incorporate the differing impact that each investor’s [or Fund’s] high water mark has on specific Sectors. For example, if the Fund as a whole accrued incentive compensation for a given period, the Net Attributions methodology would result in the reduction of Gross Attributions, on a percentage basis, of an amount incorporating that accrued incentive compensation from each Sector’s performance, even where a Sector experienced negative performance (and therefore, viewed in isolation, would not have accrued incentive allocation). [In addition, expenses are not tracked on a Sector-by-Sector basis, and therefore the Net Attributions shown herein do not reflect an approximation of the precise impact of expenses on specific Sectors’ performance—many expenses are incurred on a fund-wide level and do not relate to any specific portion of the investment program. Pro forma performance of this nature is subject to inherent limitations and should not form the basis for an investment decision. Additional information on the risks and limitations of pro forma performance is available upon request.

Senvest Master Fund, L.P. performance returns presented in certain tables reflect those Funds’ historical performance during the time periods indicated.

The S&P 500 Index, HFRI Equity Hedge Total Index, and Russell 2000 Index (collectively, the “Indices”) are included for informational purposes only. All index returns include dividend reinvestment. The Funds’ portfolios will not replicate any of these indices and no guarantee is given that performance will match any of the indices; it is not possible to invest in any index. There are significant differences between the Funds’ investments and the Indices (for instance, the Funds will use short sales and leverage and may invest in securities that have a greater degree of risk and volatility, as well as less liquidity, than those securities contained in the Indices). Moreover, the Indices are not subject to any of the fees or expenses that the Funds must





Senvest Master Fund, LP (“Senvest Partners”)  
Review of Q4 2023 & 2024 Outlook: February 6, 2024

pay. It should not be assumed that the Funds will invest in any specific securities that comprise the Indices, nor should it be understood to mean that there is a correlation between the Funds' returns and the Indices' performance. Additional information on each index follows:

The S&P 500 index is one of the most commonly used benchmarks for the overall U.S. stock market. This index is a broad based measurement of changes in stock market conditions based on the average performance of 500 widely held stocks including industrial, transportation, financial, and utility stocks. The composition of the 500 stocks is flexible and the number of issues in each sector varies over time.

The HFRX Equity Hedge Total Index is calculated by Hedge Fund Research, Inc. and is a benchmark of hedge fund industry performance that is engineered to achieve representative performance of equity hedge fund managers that would typically maintain at least 50%, and may in some cases be substantially entirely invested, in equities, both long and short. In order to be considered for inclusion in the HFRX Equity Hedge Index, a hedge fund must be currently open to new transparent investment, maintain a minimum asset size and meet the duration requirement (generally, a 24 month track record). Because the HFR Indices are calculated based on information that is voluntarily provided, actual returns may be higher or lower than those reported.

The Russell 2000 Index measures the performance of the 2,000 smallest companies in the Russell 3000 Index, which is made up of 3,000 of the largest U.S. stocks by market capitalization. The Russell 2000 Index represents approximately 8% of the total market capitalization of the Russell 3000 I



	Q4 <sup>22</sup>			Q4 <sup>1</sup>		Annualized Since Inception	Cumulative Since Inception
	Oct	Nov	Dec	2023	2023		
<b>Senvest Technology Partners</b>	<b>-13.64%</b>	<b>15.41%</b>	<b>10.55%</b>	<b>10.18%</b>	<b>15.31%</b>	<b>16.92%</b>	<b>2,460.97%</b>
Russell 2000	-6.82%	9.03%	12.23%	14.02%	16.88%	10.05%	629.13%
NASDAQ	-2.76%	10.84%	5.62%	13.84%	44.70%	13.55%	1,296.23%

**Dear Partners,**

Financial markets rallied into the end of 2023 as optimism increased around the U.S. Federal Reserve dialing back its’ hawkishness on its ‘higher-for-longer’ interest rate policy amidst cooling core inflation data. The Fund ended the fourth quarter up +10.18% net, trailing the NASDAQ and Russell 2000, which were up +13.84% and +14.02% for the quarter, respectively. The Fund’s underperformance for the month of October was primarily due to a temporary drop in Israeli stocks caused by the Hamas attack on Israel, as roughly 30% of the portfolio is exposed to Israeli-related companies. The portfolio recovered in November as the conflict proved to be contained to Gaza. Momentum continued into year-end as investors regained enthusiasm for small and mid (“SMID”) cap stocks. During the quarter, we increased our investments in several core and new holdings, specifically in companies that are showing signs of near-term fundamental improvements. As we begin 2024, we are increasingly encouraged by the progress being charted by our portfolio companies to participate in transformative secular growth opportunities enabled by Artificial Intelligence (“A.I.”). We expect that a gradual easing of monetary policy will help reignite some of the more established secular growth trends beyond A.I., that are currently seeing a slowdown due to high interest rates.

**Technology Market Commentary:**

The Magnificent Seven companies (Nvidia, Microsoft, Amazon, Alphabet, Apple, Meta, and Tesla) largely brought A.I. to the mainstream in 2023, first through the introduction of Chat GPT 3 in November 2022, followed by an enterprise version of Co-Pilot from Microsoft in November 2023. What started as a cloud computing intensive technology is now beginning to permeate to the network edge (Edge A.I.) across enterprise, consumer, and industrial markets. A.I. is still in its infancy and will continue to evolve (we are now on GPT 4), get more powerful, and become increasingly more impactful on society. The breadth of technological innovation around A.I. is resulting in a new emerging class of start-ups (Open A.I. and Anthropic, for example) as well as unprecedented levels of investment by tech industry incumbents as companies fear being left behind in what is likely to be the most important tech cycle of the next decade - the fear of becoming the next Blackberry or IBM is palpable. We believe that A.I. will dramatically impact industries ranging from Automotive, Energy, Computers, to

<sup>22</sup> Net Performance





Communications. We believe it will also accelerate improvements in technologies including Intelligent Process Automation, Augmented Reality and Virtual Reality, to name a few.

The impact of A.I. is most acutely felt around the demand for Cloud Computing. Aggregate capital investments approached \$150 billion in 2023, between Microsoft, Google, Meta, and Amazon which have all integrated A.I. into their cloud offerings. Most impactful has been Microsoft’s packaging of A.I. as part of its Microsoft Office products with Co-Pilot. While still in its early iteration, Co-Pilot should meaningfully increase employee productivity and accelerate enterprise digital transformation. Beyond having a profound impact on cloud computing, the integration of A.I. into end devices, ranging from smartphones and PCs to sensors, security cameras, and industrial equipment, should drive a refresh cycle across a host of consumer and enterprise hardware applications.

As A.I. spreads to the edge of the network, the exponential growth of data will continue unabated and will demand systems that can manage and transmit larger amounts of data at faster speeds. Data networks continue to evolve as optical networking systems migrate from 100G just a few years ago to 800G and 1600G over the next 2-3 years. There is also a revolution occurring in space-based communications. 2023 was a breakthrough year for innovation in and around satellite technology and business plans that enable 5G cellular connectivity from satellites and not just point-to-point satellite backhaul. What was unthinkable just a few years ago is now possible with the advent of digital low earth orbit (“LEO”) satellites, made famous by Elon Musk’s SpaceX; we expect to see Apple and other consumer technology companies launching connectivity services over the next several years, as well as industrial and corporate use cases for machinery and vehicle monitoring. While Apple was first to market with SOS text capabilities, we believe these 1<sup>st</sup> generation capabilities will be superseded by an emerging ecosystem of cellular technology from the 10,000+ satellites expected to be deployed over the upcoming decade. New digital beam forming technology will have the ability to bring mobile broadband to wireless remote users.

Across our portfolio, we have several investments that are benefiting from the rapid adoption of A.I. including companies that provide the infrastructure for the systems running A.I. to the software platforms that end-users are directly interfacing with. On the infrastructure side, one of the Fund’s largest investments, Tower Semiconductor, provides key semiconductor technology that underpins the data networking layer of A.I. clusters. At the other end of the spectrum, UiPath is a software platform that enables enterprises automation using proprietary and open A.I. models. We believe that there are multiple ways to invest in this emerging trend and our research process enables us to discover less obvious beneficiaries who stand to benefit.

While we are excited about how A.I. is catalyzing growth across many industries, the after-effects of the COVID-induced supply chain challenges and inflation remain headwinds for other industries. In particular, the traditional technology supply chain wrestles with excess inventories and high-interest rates. Secular growth sectors that we have previously highlighted, such as Electric Vehicles (“EV”s) and Solar, grew far below earlier expectations in 2023 as high interest rates limited borrowing and sidelined demand from buyers. The slowdown in demand in these industries subsequently led to an inventory overbuild which the industry is currently working its way through. For example, in the fourth quarter, residential solar inverter companies estimated that sales were reduced by as much as 50%, and their respective channels continued to work down excess inventories.



Long-term, we remain bullish on solar despite near-term challenges and are excited about the evolution occurring in the EV market. Global EV demand remained resilient, growing 31% year over year in 2023 with penetration approaching 12%. While elevated interest rates and higher prices for EVs will likely temper consumer demand for EVs near-term, newer fast-charging battery and far more efficient Silicon Carbide based motor technologies will become mainstream and help to improve performance and reduce costs over time. We still expect demand to remain healthy and grow in 2024 and 2025. We look to take advantage of the cyclical downturn in some of these more mature secular growth markets to buy out of favor, beaten-down companies that will lead industry growth when the interest rate cycle turns more favorable.

#### **OUTPERFORMERS:**

The two largest contributors in the fourth quarters were UiPath [NASDAQ: PATH] and Tower Semiconductor [NASDAQ: TSEM].

#### **PATH**

UiPath (“PATH”), a leader in artificial intelligence-based workflow automation and process optimization software, increased +45.18% during the fourth quarter as the company reported upside to revenue, annual recurring revenue (“ARR”), and profitability, and an acceleration in new bookings. During the quarter, PATH saw ARR growth of 24% year-over-year and bookings growth of 31% year-over-year, resulting in a record number of \$1 million ARR deals in the quarter. Profitability metrics, including an operating margin of 13.5% and FCF margin of 12.5%, also exceeded expectations. We attended the company’s user conference, “Forward,” in October, at which the company expressed confidence in its execution of a new go-to-market strategy and new product introductions that integrate Generative A.I. into its automation platform. While the overall demand environment remains uneven due to macroeconomic factors, PATH saw strong demand in key verticals such as the Federal Government, Financial Services, and Healthcare.

PATH is a relatively recent investment for the Fund which we identified as a broken IPO (April 2021), one of our favorite new idea screens. We were attracted to the company’s leading technology in the software automation market as well as a greater focus on driving operating leverage. PATH provides a platform for customers to automate legacy and repetitive digital tasks using robotic process automation software. PATH pioneered the market for attended and unattended bots, which has since evolved into a full automation platform that includes key capabilities such as process, task, and communication mining that infuse AI-based technologies. In addition to market-leading technology, PATH was undergoing key changes in its go-to-market sales approach led by new senior management. Although the stock has seen its multiple expand to 7x EV/Sales from a trough of 4.5x in April 2023, we still believe the stock price can benefit from accelerating revenue and profitability over the next several years as it addresses a market opportunity over \$60 billion and approaches becoming “a rule of 40” company (revenue growth plus free cash flow margins). Rule of 40 companies typically trade at 10-12x revenues or 45-55x EV/FCF.

#### **TSEM**

Tower Semiconductor (“TSEM”), a leading specialty analog foundry, increased +24.27% during the fourth quarter. The stock found its footing following the deal break from Intel in August, as the investor base has largely turned over from merger arbitrage funds to more traditional fundamental investors. Like many semiconductor





peers, TSEM faces temporary headwinds from an ongoing inventory correction in the semiconductor industry that the company highlighted in its November earnings conference call. TSEM provided a cautious outlook, similar to peers and competitors throughout the industry. Although the company expects revenue to decline sequentially into a seasonally weak Q1, management sees green shoots with some parts of its business, particularly in areas such as mobile and data centers, that should support revenue through the trough of the current cycle.

Looking past the near-term choppiness and out over the medium term, we are increasingly bullish on the opportunity set that should meaningfully benefit TSEM and provide growth tailwinds for the company over the coming years. Given its advanced analog and mixed-signal foundry capabilities, TSEM benefits from the trend of ongoing supply chain rebalancing away from China. TSEM has leading technologies in emerging areas, such as Silicon Photonics and Image Sensing, that will enable new vectors of growth. Historically viewed as capacity-constrained, Tower has announced new capacity and technology corridors with ST Micro and Intel that have just started to ramp modestly. We also see additional benefits emerging from the new Intel capacity deal as we believe TSEM forged new customer relationships that it would not have otherwise engaged with if it were not for the new Intel partnership.

These new agreements should add an incremental \$1.2 billion of revenue off of its Q3 annualized run-rate of \$1.4 billion while dropping an incremental of approximately \$400 million of gross profit. On an aggregate basis, at full utilization, we believe TSEM will have a revenue capability of \$2.7 billion with EBITDA margins approaching 40% and net profit margins approaching 20%. This implies EBITDA greater than \$1.0 billion and earnings per share of \$4.50, well ahead of prior company targets. With peers like GlobalFoundries (“GFS”) currently trading at 4x EV/Revenue and 12x EV/EBITDA, we believe over time TSEM has material upside to its stock, which could exceed Intel’s deal price of \$53/share.

## UNDERPERFORMERS

The two largest detractors in the fourth quarter were MarkForged [NASDAQ: MKFG] and Criteo [NASDAQ: CRTO].

### MKFG

Markforged (“MKFG”), a specialized additive manufacturing technology company, declined -43.45% in the fourth quarter, as macro headwinds continued to result in elongated sales cycles for its products with the company reporting a lower-than-expected outlook for 2023. Revenue declined 20% year-over-year due to several large deals that did not close at the end of the quarter. The revenue decline was primarily driven by a 31% year-over-year decline in hardware and 7% decline in consumables. Consumables revenue was impacted by lower system sales given customers typically purchase consumables with new system orders. At the end of the third quarter, MKFG had \$126 million in cash and no debt but was operating at an expected operating loss of \$60 million. While soft macroeconomic conditions are expected to continue into 2024, management was confident that the company should deliver revenue growth in 2024, in part aided by anticipated demand for the FX10 given the lower price point. In addition, management announced restructuring initiatives that are expected to deliver \$9 million to \$12 million in annual cost savings in 2024, primarily from a 10% headcount reduction. As a result, management expects margins to improve sequentially throughout 2024. MKFG is viewed as a leader in industrial-grade 3D printing with systems that range from metal to composite printers that can make



extremely strong parts made from continuous strands of carbon fiber. While historically the 3D printing market has been associated with parts made for prototyping, MKFG has introduced systems that can produce parts used in production for industrial and aerospace applications. The company has introduced several new products over the past two years including FX20, FX10, and PX100 that should help reinvigorate growth as the macro stabilizes. Although fundamentals are soft near-term, we believe that at 0.8x EV-to-2024 consensus revenue, MKFG shares trade at a meaningful discount to peers that trade between 1-3x EV-to-sales.

#### CRTO

Criteo (“CRTO”), an ad tech company specializing in commerce media and retargeting for the open internet, declined -13.29% in the quarter. CRTO has become a dominant player in the emerging and fast-growing market for “retail media” – essentially online advertising by brands and agencies to promote products on retailers’ e-commerce sites – and has created an exclusive, scaled network of over 200 global retailer customers, including 60% of the top 25 US retailers and 50% of the top 20 EMEA retailers.

CRTO reported Q3 earnings in November, and the stock traded down -11.97% on the print. While Q3 results met expectations, the Q4 guide was worse than expected, and the company withdrew its primary 2025 financial targets for several reasons. First, CRTO’s biggest retail media customer will switch to a new contract structure in 2024 that will impact revenues and EBITDA. The company noted that almost all of its other existing clients already operate with this type of contract, so we shouldn’t expect similar contractual issues going forward. Other reasons for a potentially weak 2024 included macro headwinds and the apparent pull forward of Google’s impending elimination of third-party cookies in the Chrome browser. While this has been a known event, CRTO management expressed caution around the impact on its retargeting business, given a hastier timeframe to respond to this major change.

Despite the issues highlighted during Q3 earnings, CRTO continued moving the ball down the field, as retail media growth accelerated and CRTO signed up 10 new clients in Q3. We believe there is significant momentum behind CRTO’s retail media business. Once this “show me” story comes to fruition, the stock could have outsized upside from its price and valuation today around \$33/share and 5.6x 2024 EBITDA.

#### INDUSTRY ATTRIBUTION

On the page below, we show the Fund’s industry attribution. Given the strong performance from PATH in the quarter, the Software sector contributed +5.51% to net performance. Similarly, strong performance from TSEM drove attribution from the Semiconductor sector of +3.20% net, while the largest Q4 sector detractor was Machinery -1.79% net from performance.





INDUSTRY	GROSS EXPOSURE (AS OF 12/31)	GROSS ATTRIBUTION <sup>23</sup> (Q4 2023)	GROSS ATTRIBUTION <sup>2</sup> (2023)	NET ATTRIBUTION (Q4 2023)	NET ATTRIBUTION (2023)
Aerospace & Defense	15%	1.10%	4.52%	1.07%	4.17%
Banks	1%	0.18%	0.46%	0.18%	0.42%
Broadline Retail	0%	-0.42%	-0.73%	-0.43%	-0.79%
Comm. Equipment	11%	-0.82%	-2.40%	-0.84%	-2.58%
Electronic Equip. & Components	7%	0.44%	-0.14%	0.43%	-0.15%
Financial Services	6%	1.87%	2.41%	1.82%	2.23%
Health Care Equip & Supplies/Tech	5%	0.13%	-1.60%	0.11%	-1.72%
Machinery	10%	-1.71%	-2.04%	-1.76%	-2.20%
Semiconductor & Equipment	23%	3.29%	6.94%	3.20%	6.41%
Software	26%	5.66%	7.23%	5.51%	6.68%
IT Hardware	1%	-0.39%	-0.24%	-0.40%	-0.26%
IT Services	8%	2.02%	2.37%	1.97%	2.19%
Index/ETF	0%	-0.28%	-0.14%	-0.29%	-0.15%
Other	6%	-0.28%	1.24%	-0.29%	1.15%
<b>Totals</b>	<b>119%</b>	<b>10.79%</b>	<b>17.88%</b>	<b>10.28%</b>	<b>15.40%</b>
Long	117%	11.60%	18.49%	11.13%	16.09%
Short	-2%	-0.81%	-0.61%	-0.84%	-0.69%
<b>Totals</b>	<b>119%</b>	<b>10.79%</b>	<b>17.88%</b>	<b>10.28%</b>	<b>15.40%</b>

## PORTFOLIO CHARACTERISTICS

During the fourth quarter, the Fund’s net exposure increased as we added to several holdings and initiated two new positions. As a result, we ended the quarter with a net exposure of 115%, up modestly from 111% at the end of the third quarter but well below 129% entering the year. Our gross exposure decreased modestly to 117%, down from 119% at the end of the third quarter, as we reduced our holdings in several positions. While we remain cautiously optimistic for a soft-landing scenario for 2024, with interest rates beginning to ease later in the year, we remain disciplined in the current risk environment.

## PORTFOLIO VALUATION

As of December 31<sup>st</sup>, 2023, the Fund’s top ten investments represented 65% of gross exposure and 77% of equity. The Fund’s top ten positions traded with a portfolio-weighted average valuation of 2.60x EV/sales. Of our top investments, seven have a portfolio-weighted average net cash of 35.3% of their market capitalization, and another three companies have net debt and trade at 9.7x EV/EBITDA (per Bloomberg). While these

<sup>23</sup> Net Attribution Figures have been prepared on a pro forma basis and provided above. Important considerations regarding Senvest’s calculation methodology for the Net Sector attributions should be reviewed under the Important Disclosures on page 8—these figures are not properly understood without reference to these disclosures.





valuation levels are near historical lows for the Fund, the size, quality and diversity of the Fund’s underlying investments and their market opportunities have greatly improved.

#### CONCLUSION / OUTLOOK FOR 2024

While the potential that technology adoption and A.I. brings for global growth is uncharted, the world still has plenty of macro and geopolitical risks to navigate in 2024 from the impending US election to multiple regional conflicts in Ukraine and the Middle East to rising tensions with China in the Straits of Taiwan. Although we are gaining confidence in an economic soft landing, it is still not a *fait accompli*. While the timing may shift somewhat, we believe that interest rates will gradually be reduced in 2024 and 2025, stimulating global economic activity. We also see many ‘green shoots’ emerging for new products across multiple industries as innovation accelerates and new A.I. enhanced business models drive renewed growth. We anticipate that, by the second half of 2024, excess channel inventories will be drawn down to normalized levels and that end-user demand will drive growth throughout the electronic manufacturing supply chain. We believe several secular megatrends in technology, from A.I. and Digital Transformation to Electrification Economy and Industrial Automation, will underpin growth and renewal in the global economy over the decade ahead.

As mentioned in our quarterly letters throughout 2023, a significant performance discrepancy exists between the Magnificent 7 and SMID-cap stocks. This gap is one of the widest it has been in the past 30 years. In recent months, we have observed a pattern where SMID-cap stocks have outperformed their larger peers as expectations of falling interest rates increase, bringing growth into markets beyond core A.I. & Cloud Compute. Smaller companies tend to be more sensitive to changes in interest rates and can experience greater changes in profitability and, as a result, are primed for a greater re-rating as elevated interest rates begin to recede. We believe there is a good chance that SMID-cap tech will catch up this year after trailing its Mega cap peers last year.

We continue to see historically favorable risk-reward across the Fund, with many companies trading near historical low valuations and flush with cash. Our investments are primed once interest rates moderate and macro and geopolitical pressures start to abate. As always, please do not hesitate to reach out to us should you have any questions or wish to discuss anything in further detail. We look forward to speaking with you and reporting on our progress in future quarters.

Best regards,

Robert Katz

Richard Mashaal

IMPORTANT DISCLAIMER: This letter is an informational document and does not constitute an offer to sell or a solicitation to purchase any securities in any entity organized, controlled, or managed by Senvest Management, LLC ("Senvest") or in (i) Senvest Technology Partners LP, a Delaware limited partnership, (ii) Senvest





## Senvest Technology Partners Master Fund, LP (“Senvest Technology Partners”)

Q4 Investor Letter: March 4, 2024

Technology Partners Ltd., a Cayman Islands exempted company (both Senvest Technology Partners LP and Senvest Technology Partners Ltd. invest substantially all of their assets in Senvest Technology Master Fund, L.P.), or any other partnership interests described herein (collectively, the “Funds”), and may not be relied upon in connection with any offer or sale of securities. Any offer or solicitation may only be made pursuant to a Confidential Private Offering Memorandum (or similar document) which will only be provided to qualified offerees and should be reviewed carefully by any such offerees prior to investing.

The Funds previously operated under the name of “Senvest Israel Partners Master Fund, LP”, and invested primarily in U.S. listed, Israeli-related and local Israeli-listed companies of all market capitalization sizes. Effective January 1, 2019, the Fund’s investment focus has been broadened to include global technology (and technology-related), media and telecom investments, which may not include Israeli-related investments. Performance information of the Funds prior to January 1, 2019 reflects the performance of the Fund’s prior investment strategy. While we believe that the investment strategy and process utilized prior to January 1, 2019 is similar to the current investment strategy and process, there is no historical performance available for the Fund’s current investment strategy. There can be no assurance that the future performance of the Funds will be the same as the historical performance of the Funds.

An investment in a Fund involves risk and volatility. Because this communication is only a high-level summary it does not contain all material terms pertinent to an investment decision, including important disclosures of conflicts and risk factors associated with an investment in a Fund. This document in and of itself should not form the basis for any investment decision. An investment in a Fund is speculative and entails substantial risks, including the fact that such an investment would be illiquid and be subject to significant restrictions on transferability. No market is expected to develop for interests in any Fund. Financial instruments and investment opportunities discussed or referenced herein may not be suitable for all investors, and potential investors must make an independent assessment of the appropriateness of any transaction in light of their own objectives and circumstances, including the possible risk and benefits of entering into such a transaction.

An investor in a Fund could lose all or a substantial amount of his or her investment. Returns generated from an investment in a Fund may not adequately compensate investors for the business and financial risks assumed. While the Funds are subject to market risks common to other types of investments, including market volatility, the Funds employ certain trading techniques such as the use of leverage and other speculative investment practices that may increase the risk of investment loss. The products and strategies in which the Funds expect to invest may involve above-average risk. Please see the Risk Factors section of the applicable Confidential Private Offering Memorandum (or similar document) for certain risks associated with an investment in a Fund.

Certain information contained in this Presentation constitutes “forward-looking statements,” which can be identified by the use of forward-looking terminology such as “may”, “will”, “should”, “expect”, “anticipate”, “target”, “project”, “estimate”, “intend”, “continue” or “believe” or the negatives thereof or other variations thereon or comparable terminology. Due to various risks and uncertainties, actual events or results or the actual policies, procedures and processes of the Investment Manager and the performance of the Funds may differ materially from those reflected or contemplated in such forward-looking statements and no undue reliance should be placed on these forward-looking statements, nor should the inclusion of these statements be regarded as the Investment Manager’s representation that the Funds will achieve any strategy, objectives or other plans. The stated gross returns are calculated before deducting incentive fees, management fees and other expenses of the Fund, which would reduce returns. Net performance figures are not included for individual investments because individual investment level net performance cannot be calculated without making arbitrary assumptions related to the allocation of fees and expenses. Please refer to Page 1 for the net performance results of the Fund.”

This document should be read in conjunction with, and is qualified in its entirety by, information appearing in the Confidential Private Offering Memorandum (or similar document) for each Fund and the organizational documents for such fund (e.g. limited partnership agreements, articles of association, etc.), which should be carefully reviewed prior to investing. Potential investors should consult a professional adviser regarding the possible economic, tax, legal or other consequences of entering into any investments or transactions described herein. Investment allocations and ownership percentages are subject to change without notice. The information contained herein is confidential and cannot be reproduced, shared or published in any manner without the prior written consent of Senvest.

Unless otherwise indicated, the information contained in this document is current as of the date indicated on its cover. Such information is believed to be reliable and has been obtained from sources believed to be reliable, but no representation or warranty is made, expressed or implied, with respect to the fairness, correctness, accuracy, reasonableness or completeness of the information and opinions. Additionally, there is no obligation to update, modify or amend this document or to otherwise notify a reader in the event that any matter stated herein, or any opinion, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate.

The Investment Manager is not acting and does not purport to act in any way as an advisor or in a fiduciary capacity vis-a-vis any investor in the Funds. Therefore, it is strongly suggested that any prospective investor obtain independent advice in relation to any investment, financial, legal, tax, accounting or regulatory issues discussed herein. Analyses and opinions contained herein may be based on assumptions that if altered can change the analyses or opinions expressed. Nothing contained herein shall constitute any representation or warranty as to future performance of any financial instrument, credit, currency rate or other market or economic measure.

Certain performance information is provided for the Funds. Performance numbers are net of all fees and expenses unless noted otherwise. All returns are subject to revision until completion of the annual audit. Past performance is not necessarily indicative of or a guarantee of future results.

**Gross and Net Attribution Figures: Attributions of sector-level performance are shown on a gross basis unless otherwise noted herein (“Gross Attributions”).** Gross Attributions reflect the return contribution by the aggregate investments in each Sector for the period indicated (calculated by dividing the gains/losses of the indicated Sector over the portfolio, as applicable), but is calculated prior to the deduction of management fees, expenses and incentive compensation paid to Senvest, which will reduce performance. Net sector attributions (“Net Attributions”) reflect Gross Attributions, reduced by a percentage equal to the quotient of the applicable Fund’s net return divided by the applicable Fund’s gross return in order to approximate a pro forma “net” return. This pro forma return should not be relied upon as a precise metric of the impact of fees and expenses on the performance of each Sector, for the reasons detailed below. Net Attributions are presented pro forma because, although such figures reflect actual performance, these calculations apply management fees, expenses and incentive compensation to each Sector’s Gross Attributions, even though each Fund’s fees, expenses and incentive compensation are only calculated for the applicable Fund as a whole. Correspondingly, this approximation does not precisely reflect the impact such fees and expenses actually had on the performance of positions included in each Sector. Net Attributions do not take into account the specific impact of leverage and other costs on specific Sectors’ performance, nor do they incorporate the differing impact that each investor’s or Fund’s high water mark has on specific Sectors. For example, if the Fund as a whole accrued incentive compensation for a given period, the Net Attributions methodology would result in the reduction of Gross Attributions, on a percentage basis, of an amount incorporating that accrued





incentive compensation from each Sector's performance, even where a Sector experienced negative performance (and therefore, viewed in isolation, would not have accrued incentive allocation). In addition, expenses are not tracked on a Sector-by-Sector basis, and therefore the Net Attributions shown herein do not reflect an approximation of the precise impact of expenses on specific Sectors' performance—many expenses are incurred on a fund-wide level and do not relate to any specific portion of the investment program. Pro forma performance of this nature is subject to inherent limitations and should not form the basis for an investment decision. Additional information on the risks and limitations of pro forma performance is available upon request.

Unless otherwise noted, all calculations in this report are made by Senvest. All profit and loss, or other performance information is unaudited and is net of fees and expenses based on an investment made at inception. Total returns reflect compounded monthly returns. The distribution of this document in certain jurisdictions may be prohibited or restricted by law; therefore, people in whose possession this document comes should inform themselves about and observe such restrictions. Any such distribution could result in a violation of the law of such jurisdictions.

The Russell 2000 Index measures the performance of the 2,000 smallest companies in the Russell 3000 Index, which is made up of 3,000 of the largest U.S. stocks by market capitalization. The Russell 2000 Index represents approximately 8% of the total market capitalization of the Russell 3000 Index. The Nasdaq Composite Index is a market-capitalization-weighted index of all the stocks traded on the Nasdaq stock exchange. This index includes some companies that are not based in the United States.





## CONTRÔLE INTERNE

### Contrôles et procédures de communication de l'information

Nos contrôles et procédures de communication de l'information sont conçus de manière à fournir une assurance raisonnable que l'information que nous sommes tenus de fournir dans les rapports déposés ou transmis en vertu de la législation sur les valeurs mobilières du Canada est enregistrée, traitée, condensée et présentée dans les délais prévus par cette législation, et comprennent notamment les contrôles et procédures conçus pour assurer que l'information en question est accumulée puis communiquée à la direction, y compris le président et chef de la direction et le vice-président et chef des finances de Senvest, afin que celle-ci puisse prendre en temps opportun des décisions concernant la communication de l'information. Au 31 décembre 2023, la direction a évalué, sous la supervision et avec la participation du chef de la direction et du chef des finances, l'efficacité de nos contrôles et procédures de communication de l'information conformément au Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs. D'après cette évaluation, le chef de la direction et le chef des finances ont conclu que nos contrôles et procédures de communication de l'information étaient efficaces au 31 décembre 2023.

### Contrôle interne à l'égard de l'information financière

La direction est responsable d'établir et de maintenir un contrôle interne adéquat à l'égard de l'information financière conformément au Règlement 52-109. Notre contrôle interne à l'égard de l'information financière est un processus conçu sous la supervision du chef de la direction et du chef des finances afin de fournir une assurance raisonnable que l'information financière est fiable et que les états financiers ont été établis, aux fins de la publication de l'information financière, conformément aux IFRS. Toutefois, en raison des limites qui lui sont inhérentes, il se peut que le contrôle interne à l'égard de l'information financière ne permette pas de prévenir ou de détecter à temps les anomalies. La direction a évalué, sous la supervision et avec la participation du chef de la direction et du chef des finances, l'efficacité de notre contrôle interne à l'égard de l'information financière au 31 décembre 2023, au regard des critères définis dans le document Internal Control – Integrated Framework (2013) publié par le Committee of Sponsoring Organizations de la Treadway Commission (COSO). D'après cette évaluation, le chef de la direction et le chef des finances ont conclu que notre contrôle interne à l'égard de l'information financière était efficace au 31 décembre 2023. Pour l'exercice clos le 31 décembre 2023, il n'y a pas eu de changements dans notre contrôle interne à l'égard de l'information financière ayant eu une incidence importante ou étant raisonnablement susceptible d'avoir une incidence importante sur notre contrôle interne à l'égard de l'information financière.

Victor Mashaal  
Le président du conseil et président de la société

Le 28 mars 2024

*(Le rapport de gestion présente une revue des activités, de la performance et de la situation financière de Senvest Capital Inc. pour l'exercice clos le 31 décembre 2023 et doit être lu en parallèle avec les documents annuels de 2023. Le lecteur est aussi invité à consulter le site Web de SEDAR+ à l'adresse [www.sedarplus.ca](http://www.sedarplus.ca) pour un complément d'information. Le présent rapport de gestion renferme des énoncés prospectifs concernant la société. De par leur nature, ces énoncés comportent des risques et des incertitudes qui pourraient faire en sorte que les résultats réels diffèrent considérablement des résultats qui y sont formulés. À notre avis, les hypothèses sur lesquelles reposent ces énoncés prospectifs sont raisonnables. Néanmoins, le lecteur ne doit pas s'y fier outre mesure, étant donné que les hypothèses relatives à des événements futurs, dont bon nombre sont indépendants de notre volonté, pourraient se révéler erronées.)*



Les états financiers consolidés de l'exercice qui s'est terminé le 31 décembre 2023 et le 31 décembre 2022 ont été préparés par la direction de Senvest Capital Inc., examinés par le comité de vérification, et approuvés par le conseil d'administration. Ils ont été préparés conformément aux Normes internationales d'information financière et reflètent fidèlement les activités de la société.

La société et ses filiales maintiennent des contrôles internes de haute qualité, conçus pour permettre de disposer de renseignements financiers d'une précision et d'une fiabilité raisonnables. Les renseignements présentés dans la présent rapport annuel sont conformes aux états financiers qu'il contient.

Les états financiers ont été vérifiés par PricewaterhouseCoopers s.r.l /s.e.n.c.r.l., les vérificateurs de la société, dont le rapport est présenté ci-dessous.

Victor Mashaal

**Le président du conseil et président,**

---

Senvest Capital Inc.

Le 28 mars 2024



## Rapport de l'auditeur indépendant

Aux actionnaires de Senvest Capital Inc.

---

### Notre opinion

À notre avis, les états financiers consolidés ci-joints donnent, dans tous leurs aspects significatifs, une image fidèle de la situation financière de Senvest Capital Inc. et de ses filiales (collectivement, la « Société ») aux 31 décembre 2023 et 2022, ainsi que de sa performance financière et de ses flux de trésorerie pour les exercices clos à ces dates, conformément aux Normes internationales d'information financière publiées par l'International Accounting Standards Board (normes IFRS de comptabilité).

### Notre audit

Nous avons effectué l'audit des états financiers consolidés de la Société, qui comprennent :

- les états consolidés de la situation financière aux 31 décembre 2023 et 2022;
- les états consolidés du résultat net pour les exercices clos à ces dates;
- les états consolidés du résultat global pour les exercices clos à ces dates;
- les états consolidés des variations des capitaux propres pour les exercices clos à ces dates;
- les tableaux consolidés des flux de trésorerie pour les exercices clos à ces dates;
- les notes annexes, qui comprennent les informations significatives sur les méthodes comptables et d'autres informations explicatives.

---

### Fondement de l'opinion

Nous avons effectué notre audit conformément aux normes d'audit généralement reconnues du Canada. Les responsabilités qui nous incombent en vertu de ces normes sont plus amplement décrites dans la section *Responsabilités de l'auditeur à l'égard de l'audit des états financiers consolidés* de notre rapport.

Nous estimons que les éléments probants que nous avons obtenus sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

### Indépendance

Nous sommes indépendants de la Société conformément aux règles de déontologie qui s'appliquent à notre audit des états financiers consolidés au Canada, et nous nous sommes acquittés des autres responsabilités déontologiques qui nous incombent selon ces règles.

PricewaterhouseCoopers s.r.l./s.e.n.c.r.l.  
1250, boul. René-Lévesque Ouest, bureau 2500, Montréal (Québec) Canada H3B 4Y1  
Tél. : +1 514 205-5000, Téléc. : +1 514 876-1502, Télécopie numérique : ca\_calgary\_main\_fax@pwc.com

« PwC » s'entend de PricewaterhouseCoopers s.r.l./s.e.n.c.r.l., une société à responsabilité limitée de l'Ontario.

## Questions clés de l'audit

Les questions clés de l'audit sont les questions qui, selon notre jugement professionnel, ont été les plus importantes dans notre audit des états financiers consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2023. Ces questions ont été traitées dans le contexte de notre audit des états financiers consolidés pris dans leur ensemble et aux fins de la formation de notre opinion sur ceux-ci, et nous n'exprimons pas une opinion distincte sur ces questions.

Question clé de l'audit	Traitement de la question clé de l'audit dans le cadre de notre audit
<p><b>Évaluation des titres de créance et des titres de capitaux propres de niveau 3</b></p> <p><i>Renvoi à la note 2, Informations significatives sur les méthodes comptables, à la note 3, Estimations et jugements comptables critiques, et à la note 16, Risques financiers et juste valeur, des états financiers consolidés.</i></p> <p>Au 31 décembre 2023, le portefeuille de placements de la Société comprenait des placements en actions et autres titres évalués à la juste valeur par le biais du résultat net de 4 585 964 000 \$, lesquels comprenaient 255 691 000 \$ de titres de créance et de titres de capitaux propres de niveau 3 (les « titres ») pour lesquels des cours ou des données observables n'étaient pas disponibles. La direction a recours à des techniques d'évaluation, y compris l'approche des sociétés comparables, la méthode de comparaison des obligations, le modèle d'évaluation des options de Black et Scholes, le modèle d'évaluation des options Backsolve, la méthode de la performance de l'indice et la méthode des transactions récentes, pour déterminer la juste valeur des titres. Pour déterminer la juste valeur de ces titres, la direction porte des jugements importants, y compris en ce qui a trait au choix des techniques d'évaluation appropriées et à l'utilisation des données non observables importantes dans l'application de ces techniques, telles que :</p> <p>a) les multiples du bénéfice avant les intérêts,</p>	<p>Notre approche pour traiter cette question a notamment compris les procédures suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tester la façon dont la direction a estimé la juste valeur d'un échantillon de titres en effectuant notamment ce qui suit : <ul style="list-style-type: none"> <li>– Évaluer le caractère approprié des techniques d'évaluation utilisées et tester l'exactitude arithmétique de celles-ci.</li> <li>– Pour les titres évalués selon l'approche des sociétés comparables, évaluer le caractère raisonnable du BAIIA et des estimations des revenus des sociétés sous-jacentes en les comparant à la performance passée de ces sociétés.</li> <li>– En ce qui concerne les titres évalués selon la méthode des transactions récentes, évaluer l'information accessible au public qui pourrait avoir une incidence sur la juste valeur entre la date de transaction et le 31 décembre 2023 et, s'il y a lieu, le caractère raisonnable de l'escompte pour illiquidité appliqué.</li> <li>– Recourir à des professionnels ayant des compétences et des connaissances spécialisées dans le domaine de l'évaluation pour évaluer le caractère raisonnable des techniques d'évaluation de la direction et des données d'entrée non observables importantes, en tenant compte de sociétés comparables pour les multiples du BAIIA, les multiples des</li> </ul> </li> </ul>

Question clé de l'audit	Traitement de la question clé de l'audit dans le cadre de notre audit
<p>l'impôt et l'amortissement (BAIIA), les multiples des revenus, l'estimation du BAIIA, l'estimation des revenus, la variation moyenne de la capitalisation boursière et la pondération de l'indice pour les titres évalués selon l'approche des sociétés comparables;</p> <p>b) le taux d'actualisation et rendements à l'échéance pour les titres évalués selon la méthode de comparaison des obligations;</p> <p>c) la volatilité prévue pour les titres évalués selon le modèle d'évaluation des options de Black et Scholes ou le modèle d'évaluation des options Backsolve;</p> <p>d) la pondération de l'indice pour les titres évalués selon la méthode de la performance de l'indice;</p> <p>e) l'escompte pour illiquidité pour les titres évalués en fonction de la méthode des transactions récentes.</p>	<p>revenus, les taux d'actualisation, les rendements à l'échéance, la pondération de l'indice, la variation moyenne de la capitalisation boursière et la volatilité prévue.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Tester les données sous-jacentes utilisées dans les techniques d'évaluation.</li> </ul>
<p>Nous avons considéré cette question comme une question clé de l'audit en raison des jugements importants posés par la direction pour déterminer la juste valeur des titres. Cette détermination a exigé le recours à des techniques d'évaluation appropriées qui utilisent des données d'entrée non observables importantes. De ce fait, l'auditeur a dû poser des jugements importants pour mettre en œuvre les procédures se rapportant à l'évaluation des titres, et ces procédures ont fait intervenir un degré élevé de subjectivité. Les travaux d'audit ont nécessité le recours à des professionnels ayant des compétences et des connaissances spécialisées dans le domaine des évaluations.</p>	<p>Notre approche pour traiter cette question a notamment compris les procédures suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tester la méthode de détermination de la juste</li> </ul>
<p><b>Évaluation d'immeubles de placement</b></p> <p><i>Renvoi à la note 2, Informations significatives sur</i></p>	

Question clé de l'audit	Traitement de la question clé de l'audit dans le cadre de notre audit
<p><i>les méthodes comptables, à la note 3, Estimations et jugements comptables critiques, et à la note 9, Immeubles de placement, des états financiers consolidés.</i></p> <p>Au 31 décembre 2023, la Société détenait des immeubles de placement s'élevant à 63 095 000 \$, qui sont évalués à la juste valeur. La direction a recours à des techniques d'évaluation, y compris la méthode des ventes comparables et les transactions récentes, pour déterminer la juste valeur des immeubles de placement. La direction utilise des données non observables importantes pour estimer la valeur des immeubles de placement, telles que la valeur/ m<sup>2</sup> pour les immeubles de placement évalués selon la méthode des ventes comparables.</p> <p>Nous avons considéré cette question comme étant une question clé de l'audit en raison des jugements importants posés par la direction pour estimer la juste valeur des immeubles de placement. Cette détermination a exigé le recours à des techniques d'évaluation appropriées qui utilisent des données d'entrée non observables importantes. De ce fait, l'auditeur a dû poser des jugements importants pour mettre en œuvre les procédures se rapportant à l'évaluation des immeubles de placement, et ces procédures ont fait intervenir un degré élevé de subjectivité. Les travaux d'audit ont nécessité le recours à des professionnels ayant des compétences et des connaissances spécialisées dans le domaine des évaluations immobilières.</p>	<p>valeur utilisée par la direction pour un échantillon d'immeubles de placement, notamment :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Recourir à des professionnels ayant des compétences et des connaissances spécialisées dans le domaine de l'évaluation immobilière pour évaluer le caractère approprié des techniques d'évaluation, tester l'exactitude arithmétique de celles-ci, évaluer les transactions récentes et évaluer le caractère raisonnable de la valeur/m<sup>2</sup> utilisée.</li> <li>- Tester les données sous-jacentes utilisées dans les techniques d'évaluation.</li> </ul>

### Autres informations

La responsabilité des autres informations incombe à la direction. Les autres informations se composent du rapport de gestion, que nous avons obtenu avant la date du présent rapport, et des informations,



autres que les états financiers consolidés et notre rapport de l'auditeur sur ces états financiers, incluses dans le rapport annuel, qui est censé être mis à notre disposition après cette date.

Notre opinion sur les états financiers consolidés ne s'étend pas aux autres informations et nous n'exprimons ni n'exprimerons aucune forme d'assurance que ce soit sur ces informations.

En ce qui concerne notre audit des états financiers consolidés, notre responsabilité consiste à lire les autres informations désignées ci-dessus et, ce faisant, à apprécier s'il existe une incohérence significative entre celles-ci et les états financiers consolidés ou la connaissance que nous avons acquise au cours de l'audit, ou encore si les autres informations semblent autrement comporter une anomalie significative.

Si, à la lumière des travaux que nous avons effectués à l'égard des autres informations que nous avons obtenues avant la date du présent rapport, nous concluons à la présence d'une anomalie significative dans les autres informations, nous sommes tenus de signaler ce fait. Nous n'avons rien à signaler à cet égard. Si, à la lecture des informations, autres que les états financiers consolidés et notre rapport de l'auditeur sur ces états financiers, incluses dans le rapport annuel, nous concluons à la présence d'une anomalie significative dans les autres informations, nous serons tenus de signaler ce fait aux responsables de la gouvernance.

---

### **Responsabilités de la direction et des responsables de la gouvernance à l'égard des états financiers consolidés**

La direction est responsable de la préparation et de la présentation fidèle des états financiers consolidés conformément aux normes IFRS de comptabilité, ainsi que du contrôle interne qu'elle considère comme nécessaire pour permettre la préparation d'états financiers consolidés exempts d'anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou d'erreurs.

Lors de la préparation des états financiers consolidés, c'est à la direction qu'il incombe d'évaluer la capacité de la Société à poursuivre ses activités, de communiquer, le cas échéant, les questions relatives à la continuité de l'exploitation et d'appliquer le principe comptable de continuité d'exploitation, sauf si la direction a l'intention de liquider la Société ou de cesser ses activités, ou si elle n'a aucune autre solution réaliste que de le faire.

Il incombe aux responsables de la gouvernance de surveiller le processus d'information financière de la Société.

---

### **Responsabilités de l'auditeur à l'égard de l'audit des états financiers consolidés**

Nos objectifs sont d'obtenir l'assurance raisonnable que les états financiers consolidés, pris dans leur ensemble, sont exempts d'anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou d'erreurs, et de délivrer un rapport de l'auditeur contenant notre opinion. L'assurance raisonnable correspond à un niveau élevé d'assurance, qui ne garantit toutefois pas qu'un audit réalisé conformément aux normes d'audit



généralement reconnues du Canada permettra toujours de détecter toute anomalie significative qui pourrait exister. Les anomalies peuvent résulter de fraudes ou d'erreurs et elles sont considérées comme significatives lorsqu'il est raisonnable de s'attendre à ce que, individuellement ou collectivement, elles puissent influencer sur les décisions économiques que les utilisateurs des états financiers consolidés prennent en se fondant sur ceux-ci.

Dans le cadre d'un audit réalisé conformément aux normes d'audit généralement reconnues du Canada, nous exerçons notre jugement professionnel et faisons preuve d'esprit critique tout au long du processus. En outre :

- nous identifions et évaluons les risques que les états financiers consolidés comportent des anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou d'erreurs, concevons et mettons en œuvre des procédures d'audit en réponse à ces risques, et réunissons des éléments probants suffisants et appropriés pour fonder notre opinion. Le risque de non-détection d'une anomalie significative résultant d'une fraude est plus élevé que celui d'une anomalie significative résultant d'une erreur, car la fraude peut impliquer la collusion, la falsification, les omissions volontaires, les fausses déclarations ou le contournement du contrôle interne;
- nous acquérons une compréhension des éléments du contrôle interne pertinents pour l'audit afin de concevoir des procédures d'audit appropriées aux circonstances, et non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité du contrôle interne de la Société;
- nous apprécions le caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par la direction, de même que des informations y afférentes fournies par cette dernière;
- nous tirons une conclusion quant au caractère approprié de l'utilisation par la direction du principe comptable de continuité d'exploitation et, selon les éléments probants obtenus, quant à l'existence ou non d'une incertitude significative liée à des événements ou situations susceptibles de jeter un doute important sur la capacité de la Société à poursuivre ses activités. Si nous concluons à l'existence d'une incertitude significative, nous sommes tenus d'attirer l'attention des lecteurs de notre rapport sur les informations fournies dans les états financiers consolidés au sujet de cette incertitude ou, si ces informations ne sont pas adéquates, d'exprimer une opinion modifiée. Nos conclusions s'appuient sur les éléments probants obtenus jusqu'à la date de notre rapport. Des événements ou situations futurs pourraient par ailleurs amener la Société à cesser ses activités;
- nous évaluons la présentation d'ensemble, la structure et le contenu des états financiers consolidés, y compris les informations fournies dans les notes, et apprécions si les états financiers consolidés représentent les opérations et événements sous-jacents d'une manière propre à donner une image fidèle;
- nous obtenons des éléments probants suffisants et appropriés concernant l'information financière des entités et activités de la Société pour exprimer une opinion sur les états financiers consolidés. Nous sommes responsables de la direction, de la supervision et de la réalisation de l'audit du groupe, et assumons l'entière responsabilité de notre opinion d'audit.



Nous communiquons aux responsables de la gouvernance, entre autres informations, l'étendue et le calendrier prévus des travaux d'audit et nos constatations importantes, y compris toute déficience importante du contrôle interne que nous aurions relevée au cours de notre audit.

Nous fournissons également aux responsables de la gouvernance une déclaration précisant que nous nous sommes conformés aux règles de déontologie pertinentes concernant l'indépendance, et leur communiquons toutes les relations et les autres facteurs qui peuvent raisonnablement être considérés comme susceptibles d'avoir des incidences sur notre indépendance ainsi que les sauvegardes connexes, s'il y a lieu.

Parmi les questions communiquées aux responsables de la gouvernance, nous déterminons quelles ont été les plus importantes dans l'audit des états financiers consolidés de la période considérée : ce sont les questions clés de l'audit. Nous décrivons ces questions dans notre rapport de l'auditeur, sauf si des textes légaux ou réglementaires en empêchent la publication ou si, dans des circonstances extrêmement rares, nous déterminons que nous ne devrions pas communiquer une question dans notre rapport parce que l'on peut raisonnablement s'attendre à ce que les conséquences néfastes de la communication de cette question dépassent les avantages pour l'intérêt public.

L'associée responsable de la mission d'audit au terme de laquelle le présent rapport de l'auditeur indépendant est délivré est Linda Beauparlant.<sup>1</sup>

**/s/ PricewaterhouseCoopers s.r.l./s.e.n.c.r.l.<sup>1</sup>**

Montréal (Québec)  
Le 28 mars 2024

---

<sup>1</sup> CPA auditeur, permis de comptabilité publique no A117693

États consolidés de la situation financière  
Aux 31 décembre 2023 et 2022

(en milliers de dollars canadiens)

	Note	2023 \$	2022 \$
<b>Actif</b>			
Trésorerie et équivalents de trésorerie	4	33 011	42 531
Placements à court terme soumis à restrictions		477	477
Montants à recevoir de courtiers	5 b)	346 315	163 579
Placements en actions et autres titres	6	4 585 964	5 280 915
Participations dans des entreprises associées	7	20 383	29 563
Placements immobiliers	8	44 172	47 763
Immeubles de placement	9	63 095	56 318
Impôt sur le résultat à recouvrer	12 b)	19 928	14 871
Autres actifs		19 117	17 136
<b>Total de l'actif</b>		<b>5 132 462</b>	<b>5 653 153</b>
<b>Passif</b>			
Avances bancaires	5 a)	349	532
Dettes fournisseurs et autres créditeurs	11	22 359	29 694
Montants à payer à des courtiers	5 b)	878 750	1 058 328
Titres vendus à découvert et passifs dérivés	6	502 965	858 733
Rachats à payer		72 332	34 006
Souscriptions reçues d'avance		—	703
Impôt sur le résultat à payer		386	4 797
Passifs d'impôt différé	12 b)	89 492	90 606
Passif au titre des parts rachetables	10	1 927 203	1 981 983
<b>Total du passif</b>		<b>3 493 836</b>	<b>4 059 382</b>
<b>Capitaux propres</b>			
<b>Capitaux propres attribuables aux actionnaires ordinaires</b>			
Capital-actions	13	20 605	20 657
Cumul des autres éléments du résultat global		197 312	234 254
Résultats non distribués		1 402 922	1 321 347
<b>Total des capitaux propres attribuables aux actionnaires ordinaires</b>		<b>1 620 839</b>	<b>1 576 258</b>
<b>Participations ne donnant pas le contrôle</b>	17	<b>17 787</b>	<b>17 513</b>
<b>Total des capitaux propres</b>		<b>1 638 626</b>	<b>1 593 771</b>
<b>Total du passif et des capitaux propres</b>		<b>5 132 462</b>	<b>5 653 153</b>

Approuvé par le Conseil

Victor Mashaal  
AdministrateurFrank Daniel  
Administrateur

Les notes annexes font partie intégrante des présents états financiers consolidés.



États consolidés du résultat net  
Pour les exercices clos les 31 décembre 2023 et 2022

(en milliers de dollars canadiens, sauf les données par action)

	Note	2023 \$	2022 \$
<b>Revenus</b>			
Revenus d'intérêts		64 129	28 232
Revenus de dividende		71 972	42 292
Autres revenus		7 962	6 583
		<u>144 063</u>	<u>77 107</u>
<b>Gains (pertes) sur placements</b>			
Variation nette de la juste valeur des placements en actions et autres titres		307 715	(810 022)
Charge de dividende sur les titres vendus à découvert		(11 235)	(17 315)
Variation nette de la juste valeur des placements immobiliers		(3 965)	10 587
Variation nette de la juste valeur des immeubles de placement		(919)	4 511
Quote-part de la perte des entreprises associées	7	(9 450)	(86)
Gain de change		6 094	4 873
		<u>288 240</u>	<u>(807 452)</u>
<b>Total des revenus et des gains (pertes) nets sur placement</b>		<u>432 303</u>	<u>(730 345)</u>
<b>Charges d'exploitation et autres charges</b>			
Charge au titre des avantages du personnel		43 350	40 953
Charge d'intérêts		102 105	51 780
Coûts de transactions		14 463	18 097
Autres charges d'exploitation		39 437	29 085
		<u>199 355</u>	<u>139 915</u>
<b>Variation du montant de rachat des parts rachetables</b>		<u>131 475</u>	<u>(502 428)</u>
<b>Résultat avant impôt</b>		101 473	(367 832)
Charge (produit) d'impôt	12 a)	17 166	(40 507)
<b>Résultat net de l'exercice</b>		<u>84 307</u>	<u>(327 325)</u>
<b>Résultat net attribuable aux :</b>			
Actionnaires ordinaires		83 608	(326 083)
Participations ne donnant pas le contrôle		699	(1 242)
<b>Résultat par action</b>			
De base et dilué	14	33,78	(130,98)

Les notes annexes font partie intégrante des présents états financiers consolidés.

États consolidés du résultat global  
Pour les exercices clos les 31 décembre 2023 et 2022

(en milliers de dollars canadiens)

	<b>2023</b> \$	<b>2022</b> \$
<b>Résultat net de l'exercice</b>	84 307	(327 325)
<b>Autres éléments du résultat global</b>		
Écarts de conversion	(37 367)	107 279
<b>Résultat global de l'exercice</b>	<u>46 940</u>	<u>(220 046)</u>
<b>Résultat global attribuable aux :</b>		
Actionnaires ordinaires	46 666	(219 449)
Participations ne donnant pas le contrôle	274	(597)

Les autres éléments du résultat global comprennent les écarts de conversion découlant de la participation que détient la société dans des entités étrangères. Le cumul des autres éléments du résultat global attribuable aux écarts de conversion découlant de la participation que détient la société dans des entités étrangères sera reclassé en résultat net à la sortie de ces entités. Les écarts de conversion découlant de la conversion à la monnaie de présentation des montants inscrits aux états financiers consolidés de la société ne seront pas reclassés en résultat net ultérieurement.

Les notes annexes font partie intégrante des présents états financiers consolidés.





États consolidés des variations des capitaux propres  
Pour les exercices clos les 31 décembre 2023 et 2022

(en milliers de dollars canadiens)

	Note	Capitaux propres attribuables aux propriétaires de la société mère					Total des capitaux propres \$
		Capital- actions \$	Cumul des autres éléments du résultat global \$	Résultats non distribués \$	Total \$	Participations ne donnant pas le contrôle \$	
<b>Solde au 31 décembre 2021</b>		20 853	127 620	1 656 171	1 804 644	11 009	1 815 653
Résultat net de l'exercice		–	–	(326 083)	(326 083)	(1 242)	(327 325)
Autres éléments du résultat global		–	106 634	–	106 634	645	107 279
<b>Résultat global de l'exercice</b>		–	106 634	(326 083)	(219 449)	(597)	(220 046)
Rachat d'actions ordinaires	13	(196)	–	(8 741)	(8 937)	–	(8 937)
Apport des détenteurs des participations ne donnant pas le contrôle		–	–	–	–	7 101	7 101
<b>Solde au 31 décembre 2022</b>		20 657	234 254	1 321 347	1 576 258	17 513	1 593 771
Résultat net de l'exercice		–	–	83 608	83 608	699	84 307
Autres éléments du résultat global		–	(36 942)	–	(36 942)	(425)	(37 367)
<b>Résultat global de l'exercice</b>		–	(36 942)	83 608	46 666	274	46 940
Rachat d'actions ordinaires	13	(52)	–	(2 033)	(2 085)	–	(2 085)
<b>Solde au 31 décembre 2023</b>		20 605	197 312	1 402 922	1 620 839	17 787	1 638 626

Les notes annexes font partie intégrante des présents états financiers consolidés.

Tableaux consolidés des flux de trésorerie  
Pour les exercices clos les 31 décembre 2023 et 2022

(en milliers de dollar canadiens)

	Note	2023 \$	2022 \$
<b>Flux de trésorerie liés aux :</b>			
<b>Activités opérationnelles</b>			
Résultat net de l'exercice		84 307	(327 325)
Ajustements au titre des éléments sans effet de trésorerie	15 a)	(159 802)	232 974
Achat de placements en actions et autres placements détenus à des fins de transaction		(3 456 530)	(5 472 576)
Achat de titres vendus à découvert et de passifs dérivés		(3 573 672)	(6 663 804)
Produit de la vente de placements en actions et autres placements détenus à des fins de transaction		4 360 286	5 667 239
Produit des titres vendus à découvert et des passifs dérivés		3 195 749	6 953 279
Dividendes et distributions reçus au titre de placements immobiliers		1 458	20 824
Variations des éléments hors trésorerie du fonds de roulement	15 b)	(367 381)	(153 303)
<b>Flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles, montant net</b>		<b>84 415</b>	<b>257 308</b>
<b>Activités d'investissement</b>			
Transferts vers les placements à court terme soumis à restrictions		(11)	29
Achat de placements immobiliers		(2 904)	(4 019)
Achat d'immeubles de placement		(7 341)	(2 639)
Achat de participations dans des entreprises associées		(618)	(448)
Achat de placements en actions et autres placements à la juste valeur par le biais du résultat net		(21 915)	(20 668)
Produit de la vente de placements en actions et autres placements à la juste valeur par le biais du résultat net		43 866	1 869
Produit des participations dans des entreprises associées		—	1 075
Produit de la vente d'immeubles de placement		—	5 617
<b>Flux de trésorerie liés aux activités d'investissement, montant net</b>		<b>11 077</b>	<b>(19 184)</b>
<b>Activités de financement</b>			
Augmentation (diminution) des avances bancaires		(185)	265
Paiement de l'obligation locative		(1 283)	(1 236)
Apports des détenteurs des participations ne donnant pas le contrôle		—	7 101
Rachat d'actions ordinaires		(2 085)	(8 937)
Produit de l'émission de parts rachetables		9 428	29 187
Montants payés au rachat de parts rachetables		(110 091)	(276 760)
<b>Flux de trésorerie liés aux activités de financement, montant net</b>		<b>(104 216)</b>	<b>(250 380)</b>
<b>Diminution de la trésorerie et des équivalents de trésorerie pour l'exercice</b>		<b>(8 724)</b>	<b>(12 256)</b>
<b>Effet des variations des cours de change sur la trésorerie et les équivalents de trésorerie</b>		<b>(796)</b>	<b>2 598</b>
<b>Trésorerie et équivalents de trésorerie au début de l'exercice</b>		<b>42 531</b>	<b>52 189</b>
<b>Trésorerie et équivalents de trésorerie à la fin de l'exercice</b>	4	<b>33 011</b>	<b>42 531</b>
<b>Flux de trésorerie classés dans les activités opérationnelles :</b>			
Trésorerie versée pour les intérêts		104 210	47 951
Trésorerie versée pour les dividendes sur les titres vendus à découvert		13 312	15 937
Trésorerie reçue sur les intérêts		65 819	24 414
Trésorerie reçue sur les dividendes		69 838	41 879
Trésorerie versée sur l'impôt sur le résultat		25 657	12 067

Les notes annexes font partie intégrante des présents états financiers consolidés.





(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

## 1 Renseignements généraux

Senvest Capital Inc. (la « société ») a été constituée en société en vertu de la partie I de la *Loi sur les corporations canadiennes*, le 20 novembre 1968, sous le nom de « Sensormatic Electronics Canada Limited », et a été prorogée en vertu de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* sous le même nom le 23 juillet 1979. Le 21 avril 1991, la société a changé sa dénomination pour Senvest Capital Inc. La société et ses filiales détiennent des placements en actions et des placements dans des immeubles situés principalement aux États-Unis. Le siège social et bureau principal de la société est situé au 1000, rue Sherbrooke Ouest, bureau 2400, Montréal (Québec) H3A 3G4. Les actions de la société sont négociées à la Bourse de Toronto sous le symbole « SEC ». Se reporter à la note 17 pour obtenir de l'information sur la composition de la société.

## 2 Informations significatives sur les méthodes comptables

### Base d'établissement

La société établit ses états financiers consolidés selon les Normes internationales d'information financière publiées par l'International Accounting Standards Board (normes IFRS de comptabilité).

Le conseil d'administration (le « conseil ») a approuvé les présents états financiers consolidés aux fins de publication le 28 mars 2024.

La préparation des états financiers consolidés conformément aux normes IFRS de comptabilité exige le recours à certaines estimations comptables critiques. De plus, la direction doit exercer son jugement dans l'application des méthodes comptables de la société. Les questions complexes qui nécessitent un jugement important ou celles pour lesquelles les hypothèses et estimations sont importantes pour les états financiers consolidés sont présentées à la note 3.

### Base d'évaluation

Les présents états financiers consolidés ont été préparés selon la convention du coût historique, à l'exception des actifs financiers et des passifs financiers à la juste valeur par le biais du résultat net (JVRN), ainsi que des instruments dérivés et des immeubles de placement, qui sont évalués à la juste valeur.



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

## Consolidation

### Filiales

Les états financiers de la société consolident les comptes de la société et de ses filiales, ainsi que ceux de ses entités structurées. La totalité des transactions et soldes intragroupe ainsi que des gains et pertes latents intragroupe sont éliminés à la consolidation. S'il y a lieu, les montants présentés par les filiales, les entreprises associées et les entités structurées ont été ajustés conformément aux méthodes comptables de la société.

### Participations dans des entreprises associées

Les participations dans des entreprises associées détenues par les entités d'investissement de la société sont comprises dans les états financiers consolidés de la société en tant qu'actifs financiers à la juste valeur par le biais du résultat net. Les méthodes comptables appliquées à ces participations sont semblables à celles appliquées aux autres actifs financiers à la juste valeur par le biais du résultat net de la société et sont présentées dans les notes portant sur le classement et l'évaluation des actifs et passifs financiers.

Les participations dans des entreprises associées qui ne sont pas détenues par des entités d'investissement de la société sont intégrées dans les états financiers consolidés de la société selon la méthode de la mise en équivalence.

### *Méthode de la mise en équivalence*

Les participations dans des entreprises associées sont initialement comptabilisées au coût, majoré des coûts de transactions. Après la date d'acquisition, la quote-part des profits ou des pertes des entreprises associées qui revient à la société est comptabilisée dans les états consolidés du résultat net. Le cumul des variations postérieures à l'acquisition est porté en ajustement de la valeur comptable de la participation. Lorsque la quote-part des pertes d'une entreprise associée qui revient à la société est égale ou supérieure à la participation de la société dans cette entreprise associée, y compris toute autre créance non garantie, la société cesse de comptabiliser sa quote-part des pertes, sauf si elle a contracté une obligation ou effectué des paiements au nom de l'entreprise associée.

Les profits et pertes de dilution découlant des variations des participations dans les entreprises associées sont comptabilisés dans les états consolidés du résultat net.

La société évalue à chaque date de clôture s'il existe une indication objective de perte de valeur de ses participations dans des entreprises associées. Si une telle indication existe, la valeur comptable de la quote-part des actifs sous-jacents des entreprises associées revenant à la société est ramenée à la valeur recouvrable estimée (c'est-à-dire la valeur la plus élevée entre la juste valeur diminuée des coûts de la vente et la valeur d'utilité), et la perte de valeur est présentée dans l'état consolidé du résultat net. Conformément à IAS 36 *Dépréciation d'actifs*, les pertes de valeur sont reprises dans les exercices ultérieurs si la valeur recouvrable de la participation augmente et que l'augmentation peut être liée objectivement à un événement survenu après la comptabilisation de la perte de valeur.





(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

#### Passif au titre des parts rachetables

Le passif au titre des parts rachetables correspond aux parts dans Senvest Master Fund, L.P., Senvest Technology Partners Master Fund, L.P. et Senvest Cyprus Recovery Investment Partners, L.P. Fund (collectivement, les « fonds » ou, individuellement, un « fonds ») qui ne sont pas détenues par la société. Les parts de Senvest Master Fund, L.P. et de Senvest Technology Partners Master Fund, L.P. peuvent être rachetées à la fin de tout trimestre civil, sous réserve de l'avis requis indiquant la période de rachat, les rachats trimestriels maximaux et les frais de rachat. Senvest Cyprus Recovery Investment Partners, L.P. Fund a des parts qui peuvent être rachetées deux fois par année moyennant un préavis de 120 jours. Ces parts sont comptabilisées initialement à la juste valeur, déduction faite des coûts de transactions, s'il y a lieu, et sont évaluées ultérieurement au prix de rachat.

Les parts rachetables sont émises et rachetées au gré du porteur à des prix fondés sur la valeur liquidative par part de chaque fonds au moment de la souscription ou du rachat. La valeur liquidative par part de chaque fonds est calculée en divisant l'actif net attribuable aux porteurs de chaque catégorie de parts rachetables par le nombre total de parts rachetables en circulation pour la catégorie en question. Conformément aux dispositions des documents de placement des fonds, les positions sont évaluées au cours de clôture aux fins de la détermination de la valeur liquidative par part pour les souscriptions et les rachats.

#### Participations ne donnant pas le contrôle

Les participations ne donnant pas le contrôle représentent les participations dans des entités structurées consolidées détenues par des parties externes. La quote-part de l'actif net de l'entité structurée attribuable aux participations ne donnant pas le contrôle est présentée comme une composante des capitaux propres. Leur quote-part du résultat net et du résultat global est comptabilisée directement en capitaux propres. Les variations de la participation de la société dans l'entité structurée qui n'entraînent pas une perte de contrôle sont comptabilisées comme des transactions portant sur les capitaux propres.

### **Conversion des monnaies étrangères**

#### Monnaie fonctionnelle

Les éléments des états financiers de chacune des entités de la société sont évalués dans la monnaie de l'environnement économique principal dans lequel l'entité exerce ses activités (la « monnaie fonctionnelle »). La monnaie fonctionnelle de la société est le dollar américain.

#### Transactions et soldes

Les transactions en monnaie étrangère sont converties dans la monnaie fonctionnelle aux cours de change en vigueur à la date de la transaction. Les gains et pertes de change découlant du règlement des transactions en monnaie étrangère et de la conversion, aux cours de change en vigueur à la date de clôture, des actifs et passifs monétaires libellés dans d'autres monnaies que la monnaie fonctionnelle de l'entité sont comptabilisés dans l'état consolidé du résultat net.



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

#### Consolidation et établissements à l'étranger

Les états financiers d'une filiale ou d'une entité structurée dont la monnaie fonctionnelle est différente de celle de la société mère sont convertis en dollar américain comme suit : les actifs et passifs – au cours de clôture à la date de clôture; les revenus et charges – au cours moyen de la période (considéré comme une approximation raisonnable des taux réels). Toutes les variations découlant de la conversion sont comptabilisées à titre d'écarts de conversion dans les autres éléments du résultat global.

Lors de la sortie totale de la participation de la société dans un établissement à l'étranger ou lors de la perte d'un contrôle ou d'une influence notable sur un établissement à l'étranger, l'entité doit reclasser en résultat net le cumul des écarts de conversion alors comptabilisé dans les autres éléments du résultat global. Si la société procède à la sortie partielle d'une participation dans un établissement à l'étranger qui demeure une filiale, l'entité répartit entre les participations donnant le contrôle et les participations ne donnant pas le contrôle la quote-part du cumul des écarts de conversion alors comptabilisé dans les autres éléments du résultat global qui se rapporte à la filiale.

#### Monnaie de présentation

La société a adopté comme monnaie de présentation le dollar canadien, qui est, de l'avis de la direction, la monnaie de présentation la plus appropriée. Comme les états financiers consolidés de la société ont toujours été présentés en dollar canadien et étant donné que la société est cotée à une bourse de valeurs canadienne, la direction estime qu'il est plus utile pour les actionnaires que les états financiers consolidés continuent d'être publiés en dollar canadien. Les états financiers consolidés en dollar américain décrits plus haut sont convertis dans la monnaie de présentation comme suit : les actifs et passifs – au cours de clôture à la date de clôture; les revenus et charges – au cours moyen de la période. Toutes les variations découlant de la conversion sont comptabilisées à titre d'écarts de conversion dans les autres éléments du résultat global. Les éléments des capitaux propres sont convertis au taux historique.

#### Trésorerie et équivalents de trésorerie

La trésorerie et les équivalents de trésorerie se composent de l'encaisse, de dépôts bancaires et d'autres placements à court terme très liquides dont l'échéance initiale est d'au plus trois mois.

#### Actifs et passifs financiers

##### Comptabilisation, décomptabilisation et compensation

Les actifs financiers et passifs financiers sont comptabilisés lorsque la société devient partie aux dispositions contractuelles de l'instrument. Les actifs financiers sont décomptabilisés lorsque les droits aux flux de trésorerie liés à l'actif ont expiré ou ont été transférés et que la société a transféré la quasi-totalité des risques et avantages inhérents à la propriété de l'actif. Les actifs financiers et passifs financiers sont comptabilisés à la date de transaction, soit la date à laquelle la société s'engage à acheter ou à vendre le placement.

Les actifs financiers et passifs financiers sont compensés et le montant net est inscrit à l'état consolidé de la situation financière lorsqu'il existe un droit juridiquement exécutoire et inconditionnel de compenser les montants comptabilisés et une intention soit de régler le montant net, soit de réaliser l'actif et de régler le passif simultanément.





(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

### Classement et évaluation

Le classement des actifs financiers repose sur le modèle économique de la société et les caractéristiques des flux de trésorerie contractuels de l'actif financier. Le modèle économique est réévalué périodiquement, et les caractéristiques des flux de trésorerie contractuels sont évaluées pour déterminer si ceux-ci correspondent « uniquement à des remboursements de capital et à des versements d'intérêts ».

La société évalue ses modèles économiques au niveau des filiales et des entreprises liées. L'information prise en compte pour déterminer le type de modèle économique comprend les politiques et objectifs de l'instrument financier détenu pour chaque entité, la méthode d'évaluation du risque et du rendement au niveau de l'entité et la façon dont ils sont communiqués à la direction, ainsi que les événements futurs concernant l'évaluation, la période de détention et la vente de l'instrument financier. Tous les actifs financiers des entités du groupe sont gérés sur la base de la juste valeur, hormis les soldes bancaires et les dettes fournisseurs à court terme. La société ne détient aucun actif financier à long terme dans l'intention de percevoir uniquement des remboursements de capital et des versements d'intérêts ou de percevoir ces paiements et de vendre l'actif.

Les actifs financiers, y compris les contrats hybrides, sont classés au coût amorti ou à la JVRN.

Les actifs financiers dont les flux de trésorerie correspondent uniquement à des remboursements de capital et à des versements d'intérêts et qui sont détenus dans un modèle économique dont l'objectif consiste à détenir ces actifs financiers pour en percevoir les flux de trésorerie contractuels (modèle économique consistant à « détenir pour percevoir ») sont évalués au coût amorti.

Les actifs financiers dont les flux de trésorerie correspondent uniquement à des remboursements de capital et à des versements d'intérêts et qui ne sont pas détenus dans un modèle économique consistant à « détenir pour percevoir » sont évalués à la JVRN.

Les actifs financiers dont les flux de trésorerie ne correspondent pas uniquement à des remboursements de capital et à des versements d'intérêts sont évalués à la JVRN.

Les actifs financiers détenus à des fins de transaction sont classés à la JVRN.

Les passifs financiers sont évalués au coût amorti, à moins qu'ils doivent être évalués à la JVRN (notamment les instruments détenus à des fins de transaction ou les dérivés) ou que la société fasse le choix de les évaluer à la JVRN. La société n'a pas fait un tel choix.

### Actifs financiers à la JVRN

#### i) Actifs financiers et passifs financiers détenus à des fins de transaction

Un actif financier ou un passif financier est classé comme détenu à des fins de transaction s'il est acquis ou engagé principalement en vue d'être vendu ou racheté dans un proche avenir ou si, lors de la comptabilisation initiale, il faisait partie d'un portefeuille d'instruments financiers identifiables qui sont gérés ensemble et qui présentent des indications d'un profil récent et réel de prise de bénéfices à court terme.

La société vend à découvert des titres empruntés en prévision d'une baisse de la valeur de marché du titre. Les ventes à découvert sont aussi utilisées dans diverses transactions d'arbitrage.



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

De temps à autre, la société recourt à des instruments financiers dérivés à des fins de spéculation. Les dérivés sont aussi classés comme étant détenus à des fins de transaction. La société ne classe aucun dérivé comme couverture dans une relation de couverture.

ii) Actifs financiers gérés à la juste valeur par le biais du résultat net

Les actifs financiers gérés à la juste valeur par le biais du résultat net sont les instruments financiers qui ne sont pas classés comme étant détenus à des fins de transaction, mais qui font partie d'un portefeuille qui est géré et dont le rendement est évalué d'après la méthode de la juste valeur, conformément à la stratégie de placement documentée de la société.

La politique de la société exige de la direction qu'elle évalue l'information relative à ces actifs financiers et passifs financiers à la juste valeur conjointement avec les autres informations financières connexes.

*Comptabilisation, décomptabilisation et évaluation*

Les actifs et les passifs financiers à la JVRN sont initialement comptabilisés à la juste valeur. Les coûts de transactions sont passés en charges dans l'état consolidé du résultat net dès qu'ils sont engagés.

Après la comptabilisation initiale, tous les actifs financiers et les passifs financiers à la JVRN sont évalués à la juste valeur, laquelle avoisine le montant qui serait reçu ou payé si les dérivés devaient être transférés à un intervenant du marché à la date de clôture.

Les gains et pertes découlant des variations de la juste valeur des actifs ou passifs financiers à la JVRN sont présentés dans l'état consolidé du résultat net au poste « Variation nette de la juste valeur des placements en actions et des autres titres » ou au poste « Variation nette de la juste valeur des placements immobiliers » de la période au cours de laquelle ils surviennent.

La juste valeur est inscrite dans « Placements en actions et autres titres » s'il s'agit d'un actif ou dans « Titres vendus à découvert et passifs dérivés » s'il s'agit d'un passif.

Les dividendes reçus d'actifs financiers à la juste valeur par le biais du résultat net sont comptabilisés dans l'état consolidé du résultat net à titre de revenus de dividende lorsque le droit de la société d'en recevoir le paiement est établi. Les intérêts sur les titres de créance à la juste valeur par le biais du résultat net sont comptabilisés à titre de revenus d'intérêts dans l'état consolidé du résultat net au taux d'intérêt contractuel selon la méthode de la comptabilité d'engagement. La charge de dividende sur les titres vendus à découvert est inscrite à l'état consolidé du résultat net en tant que charge de dividende sur les titres vendus à découvert.

Actifs financiers au coût amorti

*Classement*

Les actifs financiers au coût amorti sont des actifs financiers non dérivés dont les flux de trésorerie correspondent uniquement à des remboursements de capital et à des versements d'intérêts et qui sont gérés selon le modèle économique « détenir pour percevoir ».





(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

Les actifs financiers au coût amorti de la société comprennent la trésorerie et les équivalents de trésorerie, les montants à recevoir de courtiers, ainsi que les prêts consentis aux membres du personnel et les placements à court terme soumis à restrictions, qui sont inclus dans « Autres actifs ».

#### *Comptabilisation et évaluation*

Lors de la comptabilisation initiale, la société évalue ses actifs financiers à la juste valeur, majorée des coûts de transactions engagés. Le coût amorti correspond au montant auquel l'actif financier est évalué lors de la comptabilisation initiale, déduction faite des remboursements de capital, plus ou moins l'amortissement cumulé, selon la méthode du taux d'intérêt effectif, de tout écart entre la valeur initiale et le montant à l'échéance, ajusté pour tenir compte de toute correction de valeur pour perte.

Les revenus d'intérêts sont calculés par application du taux d'intérêt effectif à la valeur comptable brute des actifs financiers.

#### *Dépréciation*

La quasi-totalité des actifs financiers au coût amorti de la société sont des actifs à court terme et sont des montants à recevoir de contreparties présentant un faible risque de crédit. La société fait le suivi de ses actifs financiers évalués au coût amorti ainsi que du risque de contrepartie.

Passifs financiers au coût amorti

#### *Classement*

Les passifs financiers au coût amorti de la société sont des passifs non dérivés qui comprennent les avances bancaires, les dettes fournisseurs et autres crédateurs, les montants à payer à des courtiers, les rachats à payer, les souscriptions reçues d'avance et le passif au titre des parts rachetables.

#### *Comptabilisation et évaluation*

Les dettes fournisseurs et autres crédateurs sont initialement comptabilisés à la juste valeur. Par la suite, les dettes fournisseurs et autres crédateurs sont évalués au coût amorti selon la méthode du taux d'intérêt effectif. Les avances bancaires, les montants à payer à des courtiers, les rachats à payer et les souscriptions reçues d'avance sont comptabilisés initialement à la juste valeur, après déduction des coûts de transactions engagés, et ils sont ultérieurement comptabilisés au coût amorti selon la méthode du taux d'intérêt effectif.

#### **Montants à recevoir de courtiers et à payer à des courtiers**

Les montants à recevoir de courtiers et à payer à des courtiers représentent respectivement des soldes de trésorerie positifs et négatifs ou des comptes sur marge ainsi que des transactions d'achat ou de vente de titres en cours.

Lorsque les modalités des ententes avec les courtiers principaux permettent à ces derniers de régler le solde des marges au moyen d'un compte de caisse ou d'une garantie, les soldes en trésorerie compris dans les montants à recevoir de courtiers sont portés en compensation du solde des marges pour chaque courtier principal.



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

### **Immeubles de placement**

Les immeubles de placement sont des biens détenus pour en retirer des revenus locatifs ou pour réaliser une plus-value en capital et qui ne sont pas occupés par la société. Ils sont initialement comptabilisés au coût, y compris les coûts de transactions, et sont par la suite évalués à la juste valeur. Les variations de la juste valeur sont comptabilisées dans l'état consolidé du résultat net en tant que variation nette de la juste valeur des immeubles de placement pour la période au cours de laquelle elles surviennent.

### **Impôt sur le résultat**

L'impôt sur le résultat comprend l'impôt exigible et l'impôt différé. L'impôt sur le résultat est comptabilisé dans l'état consolidé du résultat net, sauf dans la mesure où il se rapporte aux éléments comptabilisés directement en capitaux propres; dans ce cas, l'impôt sur le résultat est comptabilisé directement en capitaux propres.

L'impôt exigible est calculé en vertu des lois fiscales adoptées ou quasi adoptées à la date de clôture des pays où la société et ses filiales exercent leurs activités et génèrent un bénéfice ou une perte imposable. La direction évalue périodiquement les positions adoptées dans les déclarations fiscales à l'égard des situations pour lesquelles la réglementation fiscale applicable est sujette à interprétation. Elle inscrit des provisions, le cas échéant, sur la base des montants susceptibles d'être payés aux autorités fiscales.

L'impôt différé est comptabilisé, selon la méthode du report variable, d'après les différences temporaires entre la valeur fiscale des actifs et des passifs et leur valeur comptable, dans les états financiers consolidés. Toutefois, les passifs d'impôt différé ne sont pas comptabilisés s'ils découlent de la comptabilisation initiale du goodwill; l'impôt différé n'est pas comptabilisé s'il découle de la comptabilisation initiale d'un actif ou d'un passif dans une transaction autre qu'un regroupement d'entreprises qui, au moment de la transaction, n'avait pas d'incidence sur le bénéfice ou la perte comptable ou imposable. L'impôt différé est déterminé aux taux d'impôt et selon les réglementations fiscales qui ont été adoptés ou quasi adoptés à la date de clôture et qui s'appliqueront au moment où l'actif d'impôt différé est censé être réalisé ou le passif d'impôt différé est censé être réglé.

Les actifs d'impôt différé sont comptabilisés seulement dans la mesure où il est probable que des bénéfices imposables futurs, auxquels les différences temporaires pourront être imputées, seront disponibles.

L'impôt différé est comptabilisé pour les différences temporaires liées à des participations dans des filiales et dans des entreprises associées, sauf pour le passif d'impôt différé lorsque la société est capable de contrôler la date de l'inversion de la différence temporaire et qu'il est probable que cette différence temporaire ne s'inversera pas dans un avenir prévisible.

Les actifs et passifs d'impôt différé sont compensés lorsqu'il existe un droit juridiquement exécutoire de compenser les actifs d'impôt exigible en regard des passifs d'impôt exigible et lorsque les actifs et passifs d'impôt différé concernent l'impôt sur le résultat prélevé par la même administration fiscale sur la même entité imposable, ou sur des entités imposables différentes qui ont l'intention de régler les actifs et passifs d'impôt exigible pour le montant net.



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

### **Capital-actions**

Les actions ordinaires sont classées dans les capitaux propres. Les coûts marginaux directement attribuables à l'émission de nouvelles actions ordinaires ou d'options sont portés en réduction, après impôt, du produit de l'émission et sont comptabilisés dans les capitaux propres.

### **Résultat par action**

Le résultat de base par action est calculé en divisant le résultat net de l'exercice attribuable aux actionnaires de la société mère par le nombre moyen pondéré d'actions ordinaires en circulation au cours de l'exercice.

Le résultat dilué par action est calculé en ajustant le nombre moyen pondéré d'actions ordinaires en circulation pour tenir compte de la conversion de tous les instruments ayant potentiellement un effet dilutif. À l'heure actuelle, la société n'a aucun instrument ayant un effet dilutif.

### **Normes comptables et modifications publiées mais non encore adoptées**

L'IASB a publié une nouvelle norme et différentes modifications de normes qui ne sont pas obligatoires pour la période close le 31 décembre 2023 et qui n'ont pas été adoptées de façon anticipée par la société. La nouvelle norme et les modifications ne sont pas pertinentes pour les activités et les transactions actuelles de la société.

## **3 Estimations et jugements comptables critiques**

### **Estimations comptables critiques**

La société fait des estimations comptables qui comportent une incertitude d'évaluation, car elles nécessitent l'utilisation du jugement et d'hypothèses. La société fait appel à son jugement et à des hypothèses pour concevoir et sélectionner des techniques de mesure ou d'évaluation appropriées aux circonstances et utilise des données d'entrée adéquates à la technique de mesure ou d'évaluation sélectionnée. La sélection des données exige aussi le recours au jugement et à des hypothèses.

### **Juste valeur des instruments financiers**

La juste valeur des instruments financiers, y compris les placements immobiliers, lorsqu'il n'existe pas de marché actif ou lorsque des cours ne sont pas disponibles est déterminée à l'aide de techniques d'évaluation. En pareil cas, la juste valeur est estimée à partir des données observables concernant des instruments financiers similaires ou par l'utilisation de modèles. Lorsque des données de marché observables ne sont pas disponibles, la juste valeur est estimée d'après des hypothèses appropriées. Dans la mesure du possible, les modèles n'utilisent que des données observables; toutefois, des facteurs comme le risque de crédit (tant le risque de crédit propre à l'entité que le risque de contrepartie), la volatilité et la corrélation exigent que la direction fasse des estimations.

Des changements apportés aux hypothèses concernant ces facteurs pourraient avoir une incidence sur la juste valeur présentée des instruments financiers.

Se reporter à la note 16 pour de plus amples renseignements sur les évaluations de la juste valeur et la sensibilité des instruments financiers de la société.



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

### **Juste valeur des immeubles de placement**

La société a adopté le modèle d'évaluation de la juste valeur pour évaluer ses immeubles de placement. L'évaluation des immeubles de placement est effectuée par des évaluateurs indépendants compétents de la région dans laquelle sont situés les immeubles. Les données utilisées dans les modèles d'évaluation des immeubles sont fondées sur des hypothèses appropriées qui tiennent compte du type d'immeuble et de son emplacement. La direction passe en revue les hypothèses formulées et les modèles utilisés pour s'assurer qu'ils cadrent avec leurs attentes et leur compréhension du marché.

Des changements apportés aux hypothèses concernant ces facteurs pourraient avoir une incidence sur la juste valeur présentée des immeubles de placement.

Se reporter à la note 9 pour de plus amples renseignements sur les évaluations de la juste valeur et la sensibilité des immeubles de placement de la société.

### **Impôt sur le résultat**

La société est assujettie à l'impôt sur le résultat dans de nombreux pays. Il faut faire preuve d'un jugement important pour déterminer le montant de la charge d'impôt consolidée. L'incidence fiscale définitive de bon nombre des transactions et calculs est incertaine. La société comptabilise des passifs pour les éventuelles questions découlant du contrôle fiscal, selon les estimations des impôts additionnels à payer. Lorsque le règlement définitif d'un enjeu fiscal donne lieu à un montant d'impôt différent de la charge d'impôt comptabilisée initialement, l'écart se répercute sur les actifs et les passifs d'impôt exigible et différé de la période du règlement définitif.

### **Jugements comptables critiques**

Consolidation d'entités dans lesquelles la société détient moins de 50 % des droits de vote

La direction estime que la société exerce un contrôle de fait sur Senvest Management L.L.C. (« RIMA »), RIMA Senvest Master Fund GP, L.L.C. et Senvest Technology Partners GP, L.L.C., trois entités juridiques entièrement détenues par un dirigeant de la société, du fait de sa présence au sein du conseil de celle-ci et des modalités de l'entente de conseil en placement conclue avec celle-ci. RIMA agit à titre de conseillère en placement des fonds, tandis que RIMA Senvest Master Fund GP, L.L.C. agit à titre de commandité de Senvest Master Fund LP et Senvest Technology Partners GP LLC agit à titre de commandité de Senvest Technology Partners Master Fund LP. En guise de rémunération pour son travail de sous-conseiller, la société a le droit de recevoir 60 % des frais de gestion de RIMA et des incitatifs gagnés par les commandités pour chaque exercice.

La direction estime que la société contrôle Senvest Master Fund, L.P., Senvest Technology Partners, Master Fund, L.P. et Senvest Cyprus Recovery Investment Fund, L.P., même si elle détient moins de 50 % des droits de vote de chacun des fonds. La société a établi que les droits de révocation des porteurs de parts non affiliés peuvent être exercés, mais qu'ils n'ont pas suffisamment d'importance compte tenu du pouvoir décisionnel de la société à l'égard des activités pertinentes, de la rémunération à laquelle elle a droit et de son exposition aux rendements. La société, par l'intermédiaire de ses entités structurées, est le porteur de parts majoritaire de chacun des fonds et agit à titre de mandant, les autres porteurs de parts n'ayant pas constitué de groupe pour exercer leurs droits de vote collectivement.





(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

#### 4 Trésorerie et équivalents de trésorerie

	2023 \$	2022 \$
Encaisse et dépôts en trésorerie	25 453	42 309
Placements à court terme	7 558	222
	<hr/>	<hr/>
	33 011	42 531

#### 5 Facilité de crédit et montants à recevoir de courtiers et à payer à des courtiers

a) Facilité de crédit

Avances bancaires

La société a une facilité de crédit avec une banque canadienne et elle dispose d'un emprunt renouvelable remboursable à vue (la « facilité de crédit ») et d'une facilité garantie. La facilité de crédit totalise 3 000 \$ et est remboursable à vue. Au 31 décembre 2023, un montant de 349 \$ était en cours (532 \$ en 2022). Aux termes de la facilité de crédit, la société peut, sur livraison d'un avis obligatoire, opter pour le paiement d'intérêts au taux bancaire préférentiel majoré de 0,25 %. Toutes les facilités de crédit disponibles sont également disponibles par le biais de prêts à terme au taux SOFR ou d'acceptations bancaires à différents taux selon l'échéance, majorés de 1,75 % par année, ou d'avances en dollar américain.

Une hypothèque mobilière de premier rang d'un montant de 30 000 \$ grevant la totalité des actifs de la société a été donnée en nantissement de la facilité de crédit. Aux termes de la facilité, la société est tenue de se conformer à certaines clauses financières restrictives. Aux 31 décembre 2023 et 2022, la société s'était conformée à toutes ces clauses.

b) Montants à recevoir de courtiers et à payer à des courtiers

La société a des comptes sur marge auprès de ses courtiers principaux. Aux 31 décembre 2023 et 2022, les montants à payer à des courtiers n'étaient assortis d'aucune modalité de remboursement précise et étaient régis par les conditions relatives aux marges énoncées dans les ententes avec les courtiers principaux. Au 31 décembre 2023, des titres de capitaux propres cotés et des montants à recevoir de courtiers totalisant 4 504 888 \$ ont été donnés en garantie (4 488 173 \$ en 2022). La juste valeur des titres de capitaux propres cotés donnés en garantie est calculée quotidiennement et comparée aux limites des marges de la société. Les courtiers principaux peuvent en tout temps exiger le remboursement total ou partiel des soldes des marges et des intérêts y afférents ou exiger la livraison d'actifs supplémentaires en garantie.

Les montants à recevoir de courtiers et à payer à des courtiers sont présentés pour leur montant net, par courtier, dans l'état consolidé de la situation financière. Aux termes des ententes avec les courtiers principaux, le courtier peut, en cas de défaut, opérer la compensation, la déduction ou le regroupement de tous les montants que lui doit la société avec les montants que lui-même doit à la société. Les tableaux qui suivent font état du résultat de la compensation des divers comptes de la société auprès de courtiers principaux.



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

	<b>2023</b>		
	<b>Montants bruts à recevoir de courtiers \$</b>	<b>Montants bruts à payer à des courtiers \$</b>	<b>Montant net \$</b>
Montants à recevoir de courtiers	471 674	125 359	346 315
Montants à payer à des courtiers	69 923	948 673	(878 750)

	<b>2022</b>		
	<b>Montants bruts à recevoir de courtiers \$</b>	<b>Montants bruts à payer à des courtiers \$</b>	<b>Montant net \$</b>
Montants à recevoir de courtiers	520 503	356 924	163 579
Montants à payer à des courtiers	108 687	1 167 015	(1 058 328)

## 6 Placements en actions et autres titres, titres vendus à découvert et passifs dérivés

### Placements en actions et autres titres

	<b>Note</b>	<b>2023 \$</b>	<b>2022 \$</b>
<b>Actif</b>			
Actifs financiers à la juste valeur par le biais du résultat net			
Détenus à des fins de transaction			
Titres de capitaux propres		4 097 801	4 695 370
Titres de créance		22 445	82 651
Actifs financiers dérivés	6 a)	165 738	214 865
		<u>4 285 984</u>	<u>4 992 886</u>
Actifs financiers à la juste valeur par le biais du résultat net			
Autres			
Titres de capitaux propres		253 167	233 233
Titres de créance		46 813	54 741
Actifs financiers dérivés		—	55
		<u>4 585 964</u>	<u>5 280 915</u>
Partie courante		4 285 984	4 992 886
Partie non courante		<u>299 980</u>	<u>288 029</u>





(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

**Titres vendus à découvert et passifs dérivés**

	Note	2023 \$	2022 \$
<b>Passif</b>			
Passifs financiers			
Détenus à des fins de transaction			
Titres vendus à découvert			
Titres de capitaux propres cotés (produit de 450 737 \$; de 914 461 \$ en 2022)			
		445 658	810 045
Passifs financiers dérivés (produit de 1 080 \$; de 3 084 \$ en 2022)			
	6 a)	57 307	48 688
		<u>502 965</u>	<u>858 733</u>

- a) De temps à autre, la société conclut des instruments financiers dérivés composés principalement de bons de souscription et d'options d'achat ou de vente sur indices boursiers et devises, de swaps sur actions, de contrats de change à terme et de contrats à terme sur devises. Les tableaux qui suivent indiquent les notionnels, la juste valeur des actifs et des passifs financiers dérivés et la variation nette de la juste valeur par type de contrat, y compris les swaps, les options, les bons de souscription, les droits, les contrats de change à terme, les contrats à terme sur devises et les swaps et options vendus à découvert, présentés à titre de placements en actions et autres titres ou de titres vendus à découvert et passifs dérivés :

	Au 31 décembre 2023		Pour l'exercice clos le 31 décembre 2023		
	Notionnel \$	Juste valeur des actifs financiers dérivés \$	Notionnel \$	Juste valeur des passifs financiers dérivés \$	Variation nette de la juste valeur \$
Swaps sur actions	347 143	165 057	–	(56 382)	(46 602)
Options sur actions	–	–	21 780	(925)	14 728
Bons de souscription et droits	52 647	681	–	–	(12 235)
	<u>399 790</u>	<u>165 738</u>	<u>21 780</u>	<u>(57 307)</u>	<u>(44 109)</u>
	Au 31 décembre 2022		Pour l'exercice clos le 31 décembre 2022		
	Notionnel \$	Juste valeur des actifs financiers dérivés \$	Notionnel \$	Juste valeur des passifs financiers dérivés \$	Variation nette de la juste valeur \$
Swaps sur actions	392 067	201 572	–	(47 029)	11 648
Options sur actions	3 251	241	92 482	(1 659)	5 524
Bons de souscription et droits	124 110	13 107	–	–	(29 338)
	<u>519 428</u>	<u>214 920</u>	<u>92 482</u>	<u>(48 688)</u>	<u>(12 166)</u>



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

## 7 Participations dans des entreprises associées

Les éléments suivants ont été comptabilisés dans les états financiers consolidés selon la méthode de la mise en équivalence :

	2023 \$	2022 \$
Grant & Geary Partners LP i)	10 310	13 144
Autres entreprises associées	10 073	16 419
	<hr/> 20 383	<hr/> 29 563
Quote-part des éléments suivants revenant à la société :		
Résultat net et résultat global		
Grant & Geary Partners LP i)	(2 578)	(1 478)
Autres entreprises associées	(6 872)	1 392
	<hr/> (9 450)	<hr/> (86)

- i) Grant & Geary Partners LP est une société en commandite dans laquelle la société détient une participation économique dans le bien sous-jacent d'environ 28,5 %, à savoir un bien immobilier détenu aux États-Unis. Les actifs et passifs de Grant & Geary Partners LP s'élèvent respectivement à 43 252 \$ (56 310 \$ en 2022) et à 7 078 \$ (10 190 \$ en 2022).

### Engagements, passifs éventuels et conventions d'emprunt d'entreprises associées

Il n'y a aucun engagement, passif éventuel ou convention d'emprunt se rapportant aux intérêts détenus par la société dans ces entreprises associées.

## 8 Placements immobiliers

Les placements immobiliers sont composés de ce qui suit :

	Note	2023 \$	2022 \$
Actifs financiers à la juste valeur par le biais du résultat net			
Participations dans des entités à capital fermé	8 a)	12 308	12 759
Placements dans des sociétés en commandite axées sur l'immobilier et des fiducies de placement immobilier	8 b)	<hr/> 31 864	<hr/> 35 004
		<hr/> 44 172	<hr/> 47 763
Partie non courante		<hr/> 44 172	<hr/> 47 763



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

- a) Ces participations sont des participations ne donnant pas le contrôle dans des entités à capital fermé dont le principal actif se compose de biens immobiliers. Il n'y a aucun marché établi pour ces placements. Le scénario le plus vraisemblable en ce qui a trait à la vente de ces placements est la cession éventuelle des biens immobiliers sous-jacents.
- b) Ces placements immobiliers sont des sociétés en commandite et des fiducies de placement immobilier américaines (aussi appelées FPI). Une FPI est une entité qui détient et exploite des biens immobiliers productifs de revenus et qui distribue annuellement à ses porteurs de parts au moins 90 % de son revenu imposable. Les placements de la société sont des FPI non cotées en bourse. Il n'y a aucun marché établi pour ces sociétés en commandite et FPI. Le scénario le plus vraisemblable en ce qui a trait à la vente de ces titres est la cession éventuelle des biens immobiliers sous-jacents des sociétés en commandite et des FPI et la distribution aux porteurs.

## 9 Immeubles de placement

	<b>2023</b>	<b>2022</b>
	\$	\$
Solde d'ouverture au 1 <sup>er</sup> janvier	56 318	54 349
Achats	635	2 200
Produit des cessions	–	(5 617)
Dépenses ultérieures inscrites à l'actif	6 706	439
Profit net tiré des cessions	–	2 068
Profit (perte) net au titre de l'ajustement à la juste valeur	(919)	2 443
Écarts de conversion	355	436
	<hr/>	<hr/>
Solde de clôture au 31 décembre	63 095	56 318
Partie non courante	<hr/>	<hr/>
	63 095	56 318

- a) Montants comptabilisés en résultat net pour les immeubles de placement

	<b>2023</b>	<b>2022</b>
	\$	\$
Revenus locatifs	7 304	6 004
Charges d'exploitation directes d'immeubles ayant généré des revenus locatifs	4 221	3 586
Charges d'exploitation directes d'immeubles n'ayant généré aucun revenu locatif	894	953
Profit net tiré des cessions	–	2 068
Variation nette de la juste valeur des immeubles de placement	(919)	2 443

- b) Les immeubles de placement sont des immeubles commerciaux situés en Espagne.

- c) Obligations contractuelles

Se reporter à la note 19 pour les informations sur les obligations contractuelles d'achats, de construction ou de mise en valeur de biens immobiliers, ou concernant les réparations, la maintenance et les améliorations.



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

d) Contrats de location

Les immeubles de placement sont loués à des locataires en vertu de contrats de location simple mensuels à court terme dont le loyer est exigible chaque mois.

e) Évaluations à la juste valeur

Les immeubles de placement sont évalués à la juste valeur dans les états financiers consolidés. Les estimations sont faites pour évaluer la juste valeur des immeubles de placement. Étant donné la source des données d'entrée ayant servi à déterminer la juste valeur, la société a classé ses immeubles de placement au niveau 3 de la hiérarchie des justes valeurs (se reporter à la note 16 pour une description des différents niveaux). Il n'y a eu aucun transfert entre les niveaux pour les évaluations de la juste valeur récurrentes des immeubles de placement pour les exercices clos les 31 décembre 2023 et 2022.

i) Techniques d'évaluation utilisées pour déterminer la juste valeur de niveau 3

La société obtient une évaluation indépendante pour ses immeubles de placement tous les ans. À la clôture de chaque période considérée, la direction met à jour ses estimations de la juste valeur de chaque immeuble en tenant compte des évaluations indépendantes les plus récentes. Elle détermine la valeur d'un bien immobilier à l'intérieur d'une fourchette d'estimations raisonnables de la juste valeur.

Les prix actuels sur un marché actif d'un bien immobilier similaire constituent la meilleure indication de la juste valeur. Lorsque ces informations ne sont pas disponibles, les évaluateurs indépendants prennent en considération des informations provenant de sources variées, notamment :

- les prix actuels sur un marché actif d'un bien immobilier similaire dans un marché similaire et dans un marché moins actif, ajustés pour tenir compte de ces différences;
- les projections des flux de trésorerie actualisés, basées sur des estimations fiables des flux de trésorerie futurs;
- les projections des revenus inscrits à l'actif, basées sur l'estimation du revenu net d'un bien immobilier sur un marché, et le taux de capitalisation tiré d'une analyse des données de marché.





(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

ii) Évaluations de la juste valeur à l'aide de données non observables importantes (niveau 3)

Les tableaux suivants présentent les informations quantitatives sur les données non observables importantes utilisées dans l'évaluation de la juste valeur de niveau 3 récurrente. Se reporter au paragraphe i) ci-dessus pour connaître la technique d'évaluation adoptée.

Description	Juste valeur 2023 \$	Technique d'évaluation	Données d'entrée non observables importantes	Donnée d'entrée moyenne pondérée \$	Variation positive ou négative raisonnablement possible	Variation de la valeur \$
Immeubles locatifs et terrains	45 633	Méthode des ventes comparables	Valeur/m <sup>2</sup>	1 175 \$	10 %	+/-4 552
– Installations d'entreposage	17 462	Transaction récente	Valeur/m <sup>2</sup>	728 \$	–	–

Description	Juste valeur 2022 \$	Technique d'évaluation	Données d'entrée non observables importantes	Donnée d'entrée moyenne pondérée \$	Variation positive ou négative raisonnablement possible	Variation de la valeur \$
Immeubles locatifs et terrains	46 569	Méthode des ventes comparables	Valeur/m <sup>2</sup>	1 182 \$	10 %	+/-4 642
– Installations d'entreposage	9 749	Transaction récente	Valeur/m <sup>2</sup>	651 \$	–	–



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

**10 Instruments financiers par catégorie et revenus, charges et gains et pertes connexes**

	<b>2023</b>				
	<b>Actifs (passifs) à la juste valeur par le biais du résultat net</b>				
	<b>Détenus à des fins de transaction</b>	<b>Autres</b>	<b>Actifs financiers au coût amorti</b>	<b>Passifs financiers au coût amorti</b>	<b>Total</b>
	\$	\$	\$	\$	\$
<b>Actifs (passifs) selon l'état consolidé de la situation financière</b>					
Trésorerie et équivalents de trésorerie	–	–	33 011	–	33 011
Placements à court terme soumis à restrictions	–	–	477	–	477
Montants à recevoir de courtiers	–	–	346 315	–	346 315
Placements en actions et autres titres	4 285 984	299 980	–	–	4 585 964
Placements immobiliers	–	44 172	–	–	44 172
Autres actifs*	–	–	14 818	–	14 818
Avances bancaires	–	–	–	(349)	(349)
Dettes fournisseurs et autres créditeurs	–	–	–	(22 359)	(22 359)
Montants à payer à des courtiers	–	–	–	(878 750)	(878 750)
Titres vendus à découvert et passifs dérivés	(502 965)	–	–	–	(502 965)
Rachats à payer	–	–	–	(72 332)	(72 332)
Souscriptions reçues d'avance	–	–	–	–	–
Passif au titre des parts rachetables	–	–	–	(1 927 203)	(1 927 203)
	<b>3 783 019</b>	<b>344 152</b>	<b>394 621</b>	<b>(2 900 993)</b>	<b>1 620 799</b>
<b>Montants comptabilisés dans l'état consolidé du résultat net</b>					
Variation nette de la juste valeur	261 055	42 695	–	–	303 750
Revenus (charges) d'intérêts, montant net	61 628	–	2 305	(101 900)	(37 967)
Revenus de dividende, montant net	59 313	1 424	–	–	60 737
	<b>381 996</b>	<b>44 119</b>	<b>2 305</b>	<b>(101 900)</b>	<b>326 520</b>

\* Incluent d'autres créances financières, mais excluent les immobilisations corporelles et les autres actifs non financiers.





(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

	<b>2022</b>				
	<b>Actifs (passifs) à la juste valeur par le biais du résultat net</b>				
	<b>Détenus à des fins de transaction</b>	<b>Autres</b>	<b>Actifs financiers au coût amorti</b>	<b>Passifs financiers au coût amorti</b>	<b>Total</b>
	\$	\$	\$	\$	\$
<b>Actifs (passifs) selon l'état consolidé de la situation financière</b>					
Trésorerie et équivalents de trésorerie	–	–	42 531	–	42 531
Placements à court terme soumis à restrictions	–	–	477	–	477
Montants à recevoir de courtiers	–	–	163 579	–	163 579
Placements en actions et autres titres	4 992 886	288 029	–	–	5 280 915
Placements immobiliers	–	47 763	–	–	47 763
Autres actifs*	–	–	11 392	–	11 392
Avances bancaires	–	–	–	(532)	(532)
Dettes fournisseurs et autres créditeurs	–	–	–	(29 694)	(29 694)
Montants à payer à des courtiers	–	–	–	(1 058 328)	(1 058 328)
Titres vendus à découvert et passifs dérivés	(858 733)	–	–	–	(858 733)
Rachats à payer	–	–	–	(34 006)	(34 006)
Souscriptions reçues d'avance	–	–	–	703	703
Passif au titre des parts rachetables	–	–	–	(1 981 983)	(1 981 983)
	<b>4 134 153</b>	<b>335 792</b>	<b>217 979</b>	<b>(3 103 840)</b>	<b>1 584 084</b>
<b>Montants comptabilisés dans l'état consolidé du résultat net</b>					
Variation nette de la juste valeur	(705 696)	(93 739)	–	–	(799 435)
Revenus (charges) d'intérêts, montant net	24 859	2	244	(48 662)	(23 557)
Revenus de dividende, montant net	22 067	2 910	–	–	24 977
	<b>(658 770)</b>	<b>(90 827)</b>	<b>244</b>	<b>(48 662)</b>	<b>(798 015)</b>

\* Incluent d'autres créances financières, mais excluent les immobilisations corporelles et les autres actifs non financiers.

## 11 Dettes fournisseurs et autres créditeurs

	<b>2023</b>	<b>2022</b>
	\$	\$
Dettes fournisseurs et intérêts à payer	3 326	5 264
Avantages du personnel à payer	7 349	9 546
Emprunts hypothécaires	5 759	5 878
Obligation locative	1 528	2 768
Autres	4 397	6 238
	<b>22 359</b>	<b>29 694</b>



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

**12 Impôt sur le résultat**

## a) Charge (produit) d'impôt

	<b>2023</b>	<b>2022</b>
	\$	\$
<b>Impôt exigible</b>		
Impôt exigible sur le résultat de l'exercice	21 279	19 665
Ajustements au titre d'exercices antérieurs	(5 147)	130
	<u>16 132</u>	<u>19 795</u>
<b>Impôt différé</b>		
Naissance et résorption des différences temporaires	1 034	(60 302)
	<u>1 034</u>	<u>(60 302)</u>
	<u>17 166</u>	<u>(40 507)</u>

L'impôt sur le résultat de la société diffère du montant théorique qui serait obtenu en utilisant le taux d'impôt fédéral et provincial prévu par la loi applicable au résultat des entités consolidées. Le taux d'impôt prévu par la loi pour 2023 est de 26,5 % (26,5 % en 2022). La différence entre la charge d'impôt réelle et théorique de la société est présentée ci-dessous :

	<b>2023</b>	<b>2022</b>
	\$	\$
Résultat avant impôt	101 473	(367 832)
Charge (produit) d'impôt au taux prévu par la loi de 26,5 % (26,5 % en 2022)	26 890	(97 475)
Ajustements au titre d'exercices antérieurs	(2 322)	130
Différence du taux d'impôt	14 002	5 556
Partie du résultat recouvrable entre les mains des détenteurs de participations ne donnant pas le contrôle	(220)	(2 217)
Dividendes non imposables	(205)	(348)
Partie non déductible (non imposable) des pertes (gains) en capital	(9 828)	34 693
Revenus non imposables	(4 110)	(2 126)
Écarts de conversion	(7 035)	22 381
Autres	(6)	(1 101)
<b>Charge (produit) d'impôt</b>	<u>17 166</u>	<u>(40 507)</u>



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

b) L'analyse des actifs et passifs d'impôt différé est présentée dans le tableau suivant :

	2023 \$	2022 \$
<b>Actifs d'impôt différé</b>		
Actifs d'impôt différé devant être recouvrés dans plus de 12 mois au plus 12 mois	— —	— —
Actifs d'impôt différé	—	—
<b>Passifs d'impôt différé</b>		
Passifs d'impôt différé devant être réglés dans plus de 12 mois au plus 12 mois	89 492 —	90 606 —
Passifs d'impôt différé	89 492	90 606

Les tableaux qui suivent présentent l'évolution des actifs et des passifs d'impôt différé au cours de l'exercice, sans tenir compte de la compensation des soldes visés par la même administration fiscale.

Actifs d'impôt différé	Placements en actions et autres titres \$	Participations dans des entreprises associées \$	Placements immobiliers \$	Total \$
<b>Au 31 décembre 2021</b>	1 085	2 006	1 691	4 782
Montant crédité (débité) dans l'état consolidé du résultat net	2 981	(627)	517	2 871
Écarts de conversion	195	112	136	443
<b>Au 31 décembre 2022</b>	4 261	1 491	2 344	8 096
Montant crédité (débité) dans l'état consolidé du résultat net	(780)	(1 377)	714	(1 443)
Écarts de conversion	(85)	(7)	(69)	(161)
<b>Au 31 décembre 2023</b>	3 396	107	2 989	6 492



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

Passifs d'impôt différé	Placements en actions et autres titres \$	Participations dans des entreprises associées \$	Placements immobiliers \$	Immeubles de placement \$	Autres \$	Total \$
<b>Au 31 décembre 2021</b>	9 413	132 950	4 472	1 136	356	148 327
Montant débité (crédité) dans l'état consolidé du résultat net	(4 239)	(52 242)	(2 127)	1 180	(3)	(57 431)
Écarts de conversion	471	6 965	220	125	25	7 806
<b>Au 31 décembre 2022</b>	5 645	87 673	2 565	2 441	378	98 702
Montant débité (crédité) dans l'état consolidé du résultat net	(1 082)	1 150	(819)	12	330	(409)
Écarts de conversion	(111)	(2 079)	(44)	(63)	(12)	(2 309)
<b>Au 31 décembre 2023</b>	4 452	86 744	1 702	2 390	696	95 984

Des passifs d'impôt différé n'ont pas été comptabilisés au titre de résultats non distribués totalisant 70 267 \$ au 31 décembre 2023 (73 497 \$ en 2022) relativement à la participation dans des filiales, des succursales et des entreprises associées ainsi que dans des partenariats, car la société contrôle le moment où le passif sera engagé et elle est assurée qu'il ne sera pas engagé dans un avenir prévisible. Au cours de l'exercice, la société n'a distribué aucun résultat provenant de ses filiales (aucun en 2022).





(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

### 13 Capital-actions

Autorisé

Un nombre illimité d'actions ordinaires, sans valeur nominale

Les variations du capital-actions de la société sont comme suit :

	2023		2022	
	Nombre d'actions	Montant \$	Nombre d'actions	Montant \$
Solde à l'ouverture de l'exercice	2 478 624	20 657	2 503 024	20 853
Actions rachetées	(6 500)	(52)	(24 400)	(196)
Solde à la clôture de l'exercice	2 472 124	20 605	2 478 624	20 657

En 2023, la société a procédé à une offre publique de rachat dans le cours normal de ses activités. Aux termes de cette offre, elle pouvait racheter jusqu'à 100 000 de ses actions ordinaires avant le 15 août 2024. En 2023, la société a racheté 6 500 actions ordinaires (24 400 en 2022) pour une contrepartie en trésorerie totale de 2 085 \$ (8 937 \$ en 2022). L'excédent de la contrepartie versée sur le capital déclaré a été porté aux résultats non distribués dans l'état consolidé des variations des capitaux propres.

Aucun dividende n'a été déclaré en 2023 ni en 2022.

### 14 Résultat par action

a) De base

	2023	2022
Résultat net attribuable aux actionnaires ordinaires	83 608 \$	(326 083) \$
Nombre moyen pondéré d'actions ordinaires en circulation	2 474 949	2 489 652
<b>Résultat de base par action</b>	<b>33,78 \$</b>	<b>(130,98) \$</b>

b) Dilué

Il n'y a aucun instrument ayant un effet dilutif pour les exercices clos les 31 décembre 2023 et 2022.



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

## 15 Information supplémentaire relative aux tableaux consolidés des flux de trésorerie

a) Les ajustements au titre des éléments sans effet sur la trésorerie s'établissent comme suit :

	Note	2023 \$	2022 \$
Variation nette de la juste valeur des placements en actions et autres titres		(307 715)	810 022
Variation nette de la juste valeur des placements immobiliers		3 965	(10 587)
Variation nette de la juste valeur des immeubles de placement		919	(4 511)
Quote-part du résultat des entreprises associées, ajusté pour tenir compte des distributions reçues		9 450	86
Dotation aux amortissements		1 070	694
Variation du montant de rachat des parts rachetables		131 475	(502 428)
Impôt différé	12 a)	1 034	(60 302)
		<u>(159 802)</u>	<u>232 974</u>

b) Les variations des éléments du fonds de roulement s'établissent comme suit :

	2023 \$	2022 \$
Diminution (augmentation) :		
Montants à recevoir de courtiers	(190 400)	(86 027)
Impôt sur le résultat à recouvrer	(5 517)	6 384
Autres actifs	(3 276)	(1 151)
Augmentation (diminution) :		
Dettes fournisseurs et autres créditeurs	(5 890)	(69 157)
Montants à payer à des courtiers	(157 900)	(7 958)
Impôt sur le résultat à payer	(4 398)	4 606
	<u>(367 381)</u>	<u>(153 303)</u>

## 16 Risques financiers et juste valeur

### Facteurs de risques financiers

Les activités de la société l'exposent à divers risques financiers, à savoir le risque de marché (y compris le risque de taux d'intérêt lié à la juste valeur, le risque de taux d'intérêt lié aux flux de trésorerie, le risque de change et le risque de prix sur titres de capitaux propres), le risque de crédit et le risque de liquidité.

Le programme global de gestion des risques de la société vise à maximiser les rendements en fonction du niveau de risque auquel la société est exposée et à réduire au minimum les effets défavorables potentiels sur sa performance financière. La direction gère ces risques conformément aux politiques en la matière approuvées par le conseil.





(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

La société utilise différentes méthodes, présentées ci-dessous, pour évaluer et gérer les divers types de risques auxquels elle est exposée.

### Risque de marché

Risque de taux d'intérêt lié à la juste valeur et aux flux de trésorerie

Le risque de taux d'intérêt s'entend du risque que la juste valeur ou les flux de trésorerie futurs d'un instrument financier fluctuent en raison des variations des taux d'intérêt du marché.

La société est exposée au risque de taux d'intérêt lié aux flux de trésorerie du fait que la majorité de ses emprunts sont à taux variable. Étant donné que la société n'a pas de flux de trésorerie à long terme pour faire face à ce type de dette à long terme, elle préfère utiliser des emprunts à taux variable à court terme. La société ne limite pas son exposition aux fluctuations des taux d'intérêt sur les instruments de créance à taux variable. Si les taux d'intérêt augmentaient en flèche, la société pourrait recourir à des swaps de taux d'intérêt ou, plus probablement, réduire son niveau d'endettement. Au 31 décembre 2023, la société détenait 4 142 089 \$ (4 740 125 \$ en 2022) de titres de capitaux propres cotés. Elle peut vendre ces titres pour rembourser ses emprunts à taux variable. Au 31 décembre 2023, une hausse ou une baisse de 1 % des taux d'intérêt, toutes les autres variables demeurant constantes, entraînerait une augmentation ou une diminution d'environ 8 800 \$ (10 600 \$ en 2022) de la charge d'intérêts pour les 12 prochains mois.

L'exposition de la société au risque de taux d'intérêt s'établit comme suit :

	2023	2022
Trésorerie et équivalents de trésorerie	Entre 0,00 % et 5,64 %	Entre 0,00 % et 2,58 %
Titres de créance	Entre 1,94 % et 10,95 %	Entre 0,25 % et 12,5 %
Facilités de crédit		
Avances bancaires au Canada	Taux préférentiel majoré de 0,25 %	Taux préférentiel majoré de 0,25 %
Avances bancaires en Europe	2,75 %	Entre 2,75 % et 2,97 %
Dettes fournisseurs et autres créditeurs	Ne portent pas intérêt	Ne portent pas intérêt
Montants à payer à des courtiers	Entre 0,00 % et 5,65 %	Entre 0,00 % et 5,6 %
Emprunts hypothécaires	Entre 0,95 % et 4,73 %	Entre 0,76 % et 2,24 %

La société détient des actifs financiers à des fins de transaction relativement à des titres de créance d'un montant de 22 445 \$ (82 651 \$ en 2022).

Les titres de créance sont habituellement très sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt. En principe, une hausse des taux d'intérêt entraîne une baisse de la valeur des titres de créance. Inversement, une baisse des taux d'intérêt entraîne habituellement une augmentation de la valeur des titres de créance. Une variation de 100 points de base du rendement à l'échéance se répercutera sur la juste valeur des titres de créance détenus à des fins de transaction, comme il est expliqué ci-après.



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

Incidence estimative sur la juste valeur des titres de créance des facteurs ci-dessous :

	<b>2023</b>	<b>2022</b>
	<b>Actifs financiers – Titres de créance détenus à des fins de transaction</b>	<b>Actifs financiers – Titres de créance détenus à des fins de transaction</b>
	<b>\$</b>	<b>\$</b>
Augmentation de 100 points de base du rendement à l'échéance	(3 721)	(3 218)
Diminution de 100 points de base du rendement à l'échéance	2 429	3 655

#### Risque de change

Le risque de change s'entend du risque que la valeur des actifs financiers et passifs financiers monétaires libellés en monnaies étrangères fluctue en raison des variations des cours de change sous-jacents. La société est exposée au risque de change en raison des fluctuations potentielles des monnaies étrangères autres que le dollar américain. Les tableaux qui suivent résument les principaux actifs financiers et passifs financiers monétaires de la société dont la juste valeur est principalement établie en monnaies étrangères autres que le dollar américain, soit la monnaie fonctionnelle de la société, et l'incidence avant impôt sur le résultat net d'une variation de 10 % des cours de change :

	<b>2023</b>			
	<b>Actifs financiers \$</b>	<b>Passifs financiers \$</b>	<b>Exposition nette \$</b>	<b>Incidence nette d'une augmentation ou d'une diminution de 10 % \$</b>
Dollar canadien	63 150	–	63 150	6 315
Euro	6 683	(4 507)	2 176	218
Livre sterling	–	(64 911)	(64 911)	(6 491)
Shekel israélien	290	–	290	29
	<b>70 123</b>	<b>(69 418)</b>	<b>705</b>	<b>71</b>



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

				<b>2022</b>
	<b>Actifs financiers</b>	<b>Passifs financiers</b>	<b>Exposition nette</b>	<b>Incidence nette d'une augmentation ou d'une diminution de 10 %</b>
	\$	\$	\$	\$
Dollar canadien	124 870	–	124 870	12 487
Euro	9 813	(17 231)	(7 418)	(742)
Livre sterling	1 068	(22 402)	(21 334)	(2 133)
Shekel israélien	3 248	(2 916)	332	33
	<b>138 999</b>	<b>(42 549)</b>	<b>96 450</b>	<b>9 645</b>

#### Risque de prix sur titres de capitaux propres

Le risque de prix sur titres de capitaux propres s'entend du risque que la juste valeur des placements en actions et autres titres ainsi que celle des titres vendus à découvert et des dérivés fluctue en raison des variations des cours de marché de ces placements. La valeur de la majeure partie des placements en actions et autres titres et de la totalité des titres vendus à découvert et des dérivés de la société est fondée sur les cours de marché à la date de clôture. Les variations du prix du marché des titres cotés et des dérivés peuvent être liées à un changement des perspectives financières des entités émettrices ou à la situation générale du marché. Lorsque des instruments financiers non monétaires – par exemple, des titres de capitaux propres – sont négociés dans une monnaie autre que le dollar américain, le cours initialement exprimé en monnaie étrangère et ensuite converti en dollar américain fluctue aussi en raison des variations des cours de change.

Les titres vendus à découvert sont des engagements de la société à livrer des titres donnés à une date ultérieure. La société doit alors acheter ces titres au cours du marché en vigueur à la date de livraison. Il en résulte le risque que le montant payé par la société pour s'acquitter de son obligation de livrer un titre soit supérieur au montant reçu lors de la prise de l'engagement ou au montant de l'obligation comptabilisé dans les états financiers consolidés. Par ailleurs, la société a conclu des instruments financiers dérivés d'un notional supérieur à leur juste valeur inscrite dans les états financiers consolidés. Cette information est présentée à la note 6 a) des états financiers consolidés, ce qui entraîne le risque que la société règle ces instruments à une valeur supérieure ou inférieure à la valeur inscrite aux états financiers consolidés.

Les placements en actions et autres titres de la société comportent un risque de baisse limité à leur valeur comptable, tandis que le risque lié aux titres vendus à découvert et aux dérivés est variable. La société est soumise à des exigences de marge qui la protègent contre la variabilité des risques liés aux titres vendus à découvert et aux dérivés. La société surveille étroitement ses placements en actions et autres titres et ses titres vendus à découvert et ses dérivés.

L'incidence d'une variation de 30 % des cours des placements en actions et autres titres cotés, des titres vendus à découvert et des dérivés de la société s'établit comme suit :



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

	<b>2023</b>		
	<b>Juste valeur \$</b>	<b>Juste valeur estimée compte tenu d'une augmentation de 30 % des cours \$</b>	<b>Juste valeur estimée compte tenu d'une diminution de 30 % des cours \$</b>
Placements en actions et autres titres			
Actions et dérivés cotés	4 263 539	5 542 601	2 984 477
Titres vendus à découvert et passifs dérivés	(502 965)	(653 855)	(352 075)
Incidence avant impôt sur le résultat net		1 128 172	(1 128 172)
			<b>2022</b>
	<b>Juste valeur \$</b>	<b>Juste valeur estimée compte tenu d'une augmentation de 30 % des cours \$</b>	<b>Juste valeur estimée compte tenu d'une diminution de 30 % des cours \$</b>
Placements en actions et autres titres			
Actions et dérivés cotés	4 929 114	6 407 848	3 450 380
Titres vendus à découvert et passifs dérivés	(858 733)	(1 116 353)	(601 113)
Incidence avant impôt sur le résultat net		1 221 114	(1 221 114)

L'analyse précédente part du principe que les titres de capitaux propres cotés, les dérivés, les titres vendus à découvert et les passifs dérivés augmenteraient ou diminueraient au même taux. Étant donné que ces portefeuilles ne sont pas couverts conjointement, les variations des cours auraient des incidences différentes sur chaque portefeuille.

### Risque de crédit

Le risque de crédit s'entend du risque qu'une partie ne parvienne pas à s'acquitter de ses obligations contractuelles et qu'elle occasionne une perte pour la société.

La société est exposée au risque de crédit sur la trésorerie et les équivalents de trésorerie, les placements à court terme soumis à restrictions, les montants à recevoir de courtiers et les placements en titres de créance. Le risque de crédit découlant des fonds détenus auprès d'institutions financières est exclusivement géré par des investissements auprès d'institutions financières assorties d'une cote minimale de A. La société gère son risque de crédit découlant des titres de créance en assurant un suivi serré de l'émetteur de la dette et des notes publiées par les diverses agences de notation. Tous les placements en titres de créance évalués à la juste valeur par le biais du résultat net sont négociés en bourse, par conséquent, il serait donc relativement facile de se départir d'un placement risqué si la solvabilité d'un émetteur venait à passer sous le seuil acceptable pour la société. Tous les titres de créance convertibles non négociés sont convertibles en actions de l'émetteur et sont





(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

évalués à la juste valeur par un évaluateur indépendant. La société suit de près les émetteurs des titres de créance pour vérifier si le risque de crédit passe sous le seuil acceptable et, s'il s'agit de placements privés moins liquides, décider si elle exerce son droit de demander le remboursement de ses titres de créance.

Les notations sont présentées selon l'échelle de notation de Standard & Poor's, comme suit :

<b>Actifs financiers</b>	<b>Notation</b>	<b>2023</b> \$	<b>2022</b> \$
Trésorerie et équivalents de trésorerie	A	33 011	42 531
Montants à recevoir de courtiers	A	346 315	163 579
Titres de créance	De A- à AAA	87	39
Titres de créance	De B- à BBB	19 466	7 178
Titres de créance	CCC	1 721	10 002
Titres de créance	Non notés	47 984	120 173

La société estime que les placements non notés sont de qualité inférieure à la catégorie investissement.

### Risque de liquidité

Le risque de liquidité s'entend du risque que la société éprouve des difficultés à honorer ses obligations financières. Les actifs les plus importants de la société sont les placements en actions et autres titres, dont l'essentiel est composé de placements en actions de sociétés cotées, qui peuvent être liquidés dans un délai relativement court. La société est d'avis qu'elle a suffisamment de ressources pour respecter ses obligations à mesure qu'elles deviendront exigibles, car elle détient un grand nombre de placements dans des actifs liquides.

Tous les passifs financiers autres que les titres vendus à découvert, les passifs dérivés, les hypothèques, les obligations locatives et les passifs au titre des parts rachetables à la date de clôture viennent à échéance ou devraient être remboursés dans moins de un an (moins de un an en 2022). Le risque de liquidité lié à ces passifs est géré en conservant un portefeuille d'actifs de placement liquides.

### Gestion du risque lié au capital

L'objectif visé par la société dans la gestion du capital est le maintien d'une structure du capital solide et adaptée à la nature de ses activités. La société considère que son capital correspond à ses capitaux propres. Elle gère son capital en fonction de l'évolution de la conjoncture économique. Pour maintenir ou ajuster la structure de son capital, la société procède à des offres publiques de rachat dans le cours normal de ses activités. La société assure un suivi du capital sur la base du ratio capitaux empruntés/capitaux propres net. Le passif net utilisé dans le ratio capitaux empruntés/capitaux propres net est calculé en soustrayant les montants à recevoir de courtiers du passif total. Le ratio capitaux empruntés/capitaux propres net se présente comme suit :

	<b>2023</b>	<b>2022</b>
Total du passif, montant net	3 147 521 \$	3 895 803 \$
Total des capitaux propres	1 638 626 \$	1 593 771 \$
Ratio capitaux empruntés/capitaux propres	1,92	2,44

L'objectif de la société est de maintenir un ratio capitaux empruntés/capitaux propres inférieur à 3,0 (3,0 en 2022). La société estime que le maintien de ce ratio dans cette limite est le meilleur moyen de surveiller le risque. La société n'est soumise à aucune clause restrictive d'origine externe ni exigence en matière de capital, exception faite de celles prévues dans la facilité de crédit (note 5).



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

### Estimation de la juste valeur

Les tableaux ci-après présentent une analyse des instruments financiers comptabilisés à la juste valeur, selon les données d'entrée utilisées aux fins de l'application de la méthode d'évaluation employée. Les différents niveaux ont été définis comme suit :

Niveau 1 – Cours non ajustés sur des marchés actifs pour des actifs ou des passifs identiques.

Niveau 2 – Données autres que des cours inclus au niveau 1, qui sont observables pour l'actif ou le passif, directement (c'est-à-dire des prix) ou indirectement (c'est-à-dire dérivés des prix).

Niveau 3 – Données qui ne sont pas fondées sur des données de marché observables.

Le niveau auquel doit être classée en totalité l'évaluation de la juste valeur doit être déterminé d'après le niveau de données le plus bas qui sera significatif pour l'évaluation de la juste valeur dans son intégralité. À cette fin, l'importance d'une donnée est déterminée par rapport à l'évaluation de la juste valeur prise dans son intégralité. Si une évaluation de la juste valeur est fondée sur des données observables qui nécessitent un ajustement significatif sur la base de données non observables, elle relève du niveau 3. Apprécier l'importance d'une donnée précise pour l'évaluation de la juste valeur dans son intégralité requiert du jugement et la prise en compte de facteurs spécifiques à l'actif ou au passif considérés.

Pour déterminer ce qui constitue une donnée « observable », la société doit exercer un grand discernement. La société considère que les données observables sont des données de marché pouvant être obtenues facilement, diffusées et mises à jour régulièrement, fiables et vérifiables, non exclusives et fournies par des sources indépendantes actives sur le marché concerné.

Les tableaux suivants présentent une analyse de la hiérarchie de la juste valeur des actifs financiers et passifs financiers de la société évalués à la juste valeur aux 31 décembre 2023 et 2022 :

	2023			
	Niveau 1	Niveau 2	Niveau 3	Total
	\$	\$	\$	\$
<b>Actif</b>				
Actifs financiers à la juste valeur par le biais du résultat net				
Détenus à des fins de transaction				
Titres de capitaux propres	4 071 844	25 957	–	4 097 801
Titres de créance	–	22 445	–	22 445
Actifs financiers dérivés	–	165 738	–	165 738
Autres				
Titres de capitaux propres	4 447	39 841	208 878	253 167
Titres de créance	–	–	46 813	46 813
Dérivés	–	–	–	–
Placements immobiliers	–	–	44 172	44 172
	<u>4 076 291</u>	<u>253 981</u>	<u>299 863</u>	<u>4 630 136</u>
<b>Passif</b>				
Passifs financiers				
Détenus à des fins de transaction				
Titres vendus à découvert	(445 658)	–	–	(445 658)
Passifs dérivés	–	(57 307)	–	(57 307)
	<u>(445 658)</u>	<u>(57 307)</u>	<u>–</u>	<u>(502 965)</u>





(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

	<b>2022</b>			
	<b>Niveau 1</b>	<b>Niveau 2</b>	<b>Niveau 3</b>	<b>Total</b>
	\$	\$	\$	\$
<b>Actif</b>				
Actifs financiers à la juste valeur par le biais du résultat net				
Détenus à des fins de transaction				
Titres de capitaux propres	4 686 413	8 957	–	4 695 370
Titres de créance	–	82 651	–	82 651
Actifs financiers dérivés	–	214 865	–	214 865
Autres				
Titres de capitaux propres	30 174	1 758	201 301	233 233
Titres de créance	–	2 365	52 376	54 741
Dérivés	–	–	55	55
Placements immobiliers	–	–	47 763	47 763
	<b>4 716 587</b>	<b>310 596</b>	<b>301 495</b>	<b>5 328 678</b>
<b>Passif</b>				
Passifs financiers				
Détenus à des fins de transaction				
Titres vendus à découvert	810 045	–	–	810 045
Passifs dérivés	–	48 688	–	48 688
	<b>810 045</b>	<b>48 688</b>	<b>–</b>	<b>858 733</b>

### Instruments financiers classés au niveau 1

La juste valeur des actifs financiers et des passifs financiers négociés sur des marchés actifs est fondée sur les cours de clôture à la fin de l'exercice. Les cours sur un marché pour les actifs financiers et les passifs financiers détenus par la société correspondent au cours de clôture. Les placements classés au niveau 1 comprennent les titres de capitaux propres cotés sur un marché actif et les dérivés négociés sur un marché boursier.

### Instruments financiers classés au niveau 2

Les instruments financiers classés au niveau 2 sont négociés sur des marchés qui ne sont pas considérés comme actifs, mais évalués en fonction des cours du marché ou des cotes fournies par des courtiers ou au moyen de techniques d'évaluation, comme des modèles financiers, qui utilisent des données de marché. Ces techniques d'évaluation maximisent l'utilisation de données de marché observables disponibles et s'appuient le moins possible sur des estimations propres à l'entité. Si toutes les données importantes requises pour déterminer la juste valeur d'un instrument sont observables, l'instrument est inclus au niveau 2. Ces instruments comprennent les obligations de sociétés, les titres de capitaux propres cotés et les dérivés peu négociés, les instruments dérivés négociés hors cote et les actions de sociétés fermées.

La société utilise diverses méthodes et pose des hypothèses qui sont fondées sur les conditions du marché existantes à chaque date de clôture. Les techniques d'évaluation utilisées pour les instruments financiers non standardisés, comme les options et les autres dérivés négociés hors bourse, sont les suivantes : la comparaison avec des opérations comparables conclues dans des conditions de concurrence normale, la comparaison avec d'autres instruments très similaires, des analyses des flux de trésorerie actualisés, des modèles d'évaluation des options et d'autres techniques d'évaluation couramment utilisées par les intervenants du marché en optimisant l'utilisation des données du marché et en se fiant le moins possible aux données spécifiques à l'entité.



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

Description	Technique d'évaluation
Titres de capitaux propres	Cours ou cotes fournies par des courtiers pour des instruments similaires
Actions de sociétés fermées	Techniques d'évaluation ou valeur de l'actif net fondée sur des données d'entrée observables
Titres de créance	Cours ou cotes fournies par des courtiers pour des instruments similaires
Dérivés	Cours ou cotes fournies par des courtiers pour des instruments similaires

### Instruments financiers classés au niveau 3

L'évaluation des placements de niveau 3 se fonde sur des données non observables importantes, car ces placements ne se négocient qu'occasionnellement. Les instruments classés dans le niveau 3 comprennent des placements en actions non cotés, des titres de créance et des placements immobiliers. Puisqu'il n'y a pas de cours observables disponibles pour ces instruments, la société recourt à des techniques d'évaluation pour établir leur juste valeur.

Les évaluations classées au niveau 3 sont passées en revue par le chef des finances de la société, qui rend compte directement au conseil chaque trimestre, selon les dates d'établissement des rapports de la société. Le conseil évalue si les modèles d'évaluation et les données utilisés sont appropriés. Sur une base annuelle, à l'approche de la clôture de l'exercice, la société obtient des évaluations de tiers indépendants pour déterminer la juste valeur des placements les plus importants classés au niveau 3. Le chef des finances de la société examine les résultats des évaluations indépendantes. L'examen vise principalement à déterminer si le modèle d'évaluation utilisé est approprié, si les hypothèses posées sont compatibles avec la nature du placement et si les conditions du marché et les données utilisées telles que les flux de trésorerie et les taux d'actualisation sont raisonnables.

Aux 31 décembre 2023 et 2022, les instruments de niveau 3 étaient issus de diverses sociétés et de divers secteurs d'activité.

Les placements immobiliers, présentés plus en détail à la note 8, comprennent des placements dans des sociétés immobilières fermées et dans des fiducies de placement immobilier et des sociétés en commandite. Les sociétés immobilières représentent divers types d'immeubles dans différents emplacements. Pour la plupart des instruments de niveau 3, la société s'appuie sur les évaluations de tiers indépendants. Il n'existait pas de marché établi pour ces placements, le scénario le plus vraisemblable est donc la cession des actifs sous-jacents. En ce qui a trait aux placements dans les sociétés en commandite et les fiducies de placement immobilier, la société s'appuie principalement sur les états financiers audités qui évaluent les actifs à la juste valeur. Le scénario le plus vraisemblable est la vente éventuelle des immeubles sous-jacents et les distributions subséquentes aux porteurs.





(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

Les tableaux suivants présentent les variations touchant les instruments de niveau 3 :

	<b>2023</b>		
	<b>Placements immobiliers \$</b>	<b>Titres non cotés \$</b>	<b>Total \$</b>
<b>Au 31 décembre 2022</b>	47 763	253 732	301 495
Transferts depuis le niveau 3	–	(1 611)	(1 611)
Achats ii)	2 904	17 212	20 116
Distributions	(1 458)	(33 241)	(34 699)
Gains (pertes) comptabilisés en résultat net sur les instruments financiers cédés au cours de l'exercice	–	20 798	20 798
sur les instruments financiers détenus à la clôture de l'exercice	(3 965)	4 922	957
Écarts de conversion	(1 072)	(6 121)	(7 193)
<b>Au 31 décembre 2023</b>	<b>44 172</b>	<b>255 691</b>	<b>299 863</b>
	<b>2022</b>		
	<b>Placements immobiliers \$</b>	<b>Titres non cotés \$</b>	<b>Total \$</b>
<b>Au 31 décembre 2021</b>	50 765	287 961	338 726
Achats ii)	4 019	20 668	24 687
Distributions	(20 824)	(3 620)	(24 444)
Gains (pertes) comptabilisés en résultat net sur les instruments financiers cédés au cours de l'exercice	–	(6 785)	(6 785)
sur les instruments financiers détenus à la clôture de l'exercice	10 587	(68 850)	(58 263)
Écarts de conversion	3 216	24 358	27 574
<b>Au 31 décembre 2022</b>	<b>47 763</b>	<b>253 732</b>	<b>301 495</b>

- i. Au cours de l'exercice, la société a, aux termes d'appels publics à l'épargne, transféré depuis le niveau 3 les placements privés dans des titres de capitaux propres des secteurs des technologies d'information et des produits pharmaceutiques. La juste valeur de ces placements a été obtenue à partir de prix cotés sur les marchés actifs. Toutefois, étant donné qu'ils font l'objet de restrictions de négociation, ils ont été classés au niveau 1.
- ii. Au cours des exercices clos les 31 décembre 2023 et 2022, la société a effectué des placements dans des sociétés fermées des secteurs des technologies de l'information, des soins de santé, des produits pharmaceutiques, des services de communication et des services financiers pour un total de 17 212 \$ (18 103 \$ en 2022). Il n'existe pas de marché établi pour ces placements. La façon la plus probable de s'en départir demeure la cession des placements ou leur inscription sur une bourse de valeurs.



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

Le tableau qui suit présente les placements dont la juste valeur a été évaluée au moyen de techniques d'évaluation classées au niveau 3 au 31 décembre 2023 :

Description	Juste valeur (arrondie) 2023 \$	Technique d'évaluation	Données d'entrée non observables importantes	Donnée d'entrée moyenne pondérée	Variation positive ou négative raisonnable- ment possible	Variation de la valeur \$
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Industrie – Actions privilégiées convertibles	44 000	Méthode des sociétés comparables	Variation moyenne de la capitalisation boursière	22,50 %	10 %	+/-3 800
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Services financiers – Titres de capitaux propres	23 000	Méthode des sociétés comparables	Multiples des revenus	2,25	10 %	+/-2 280
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Services financiers – Titres de capitaux propres	44 500	Méthode des sociétés comparables	Multiples des revenus	4	10 %	+/-4 360
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Services financiers – Titres de capitaux propres	4 000	Méthode des sociétés comparables	Multiples des revenus	4,5	10 %	+/-316
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Services financiers – Titres de capitaux propres	16 900	Méthode des sociétés comparables	Variation moyenne de la capitalisation boursière	8,49 %	10 %	+/-71
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Soins de santé – Obligations convertibles	1 200	Transaction récente	Aucune	0 %	0 %	–
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Soins de santé – Obligations convertibles	24 000	Méthode de comparaison des obligations	Taux d'actualisation	10,25 %	10 %	+/-276
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Soins de santé – Obligations de sociétés	4 000	Méthode de comparaison des obligations	Rendement à l'échéance	18,22 %	10 %	+/-118





(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

Description	Juste valeur (arrondi) 2023 \$	Technique d'évaluation	Données d'entrée non observables importantes	Donnée d'entrée moyenne pondérée	Variation positive ou négative raisonnable- ment possible	Variation de la valeur \$
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Soins de santé – Obligations de sociétés	14 000	Analyse de la recouvrabilité	Multiples des revenus	0,92	10 %	+/-6 135
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Soins de santé – Titres de capitaux propres	6 000	Modèle d'évaluation des options de Black et Scholes	Volatilité prévue	33 %	10 %	+/-27
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Soins de santé – Titres de capitaux propres	2 200	Modèle d'évaluation des options de Black et Scholes	Volatilité prévue	85 %	10 %	+/-48
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Soins de santé – Titres de capitaux propres	16 500	Transaction récente	Décote d'illiquidité	50 %	10 %	+/-1 670
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Aliments et boissons – Titres de capitaux propres	21 500	Méthode des sociétés comparables	Multiples des revenus Multiples du BAIIA	2,6 18,2	10 % 10 %	+/-1 500 +/-1 000
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Aliments et boissons – Titres de capitaux propres	2 000	Méthode des sociétés comparables	Variation moyenne de la capitalisation boursière Décote d'illiquidité	(38,10 %) 15 %	10 %	+/-117
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Sociétés pharmaceutiques – Titres de capitaux propres	750	Méthode des transactions récentes	Décote d'illiquidité	20 %	10 %	+/-18
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Sociétés pharmaceutiques – Titres de capitaux propres	7 000	Transaction récente	Pondération de l'indice	3,8 %	10 %	+/-22



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

Description	Juste valeur (arrondi) 2023 \$	Technique d'évaluation	Données d'entrée non observables importantes	Donnée d'entrée moyenne pondérée	Variation positive ou négative raisonnable- ment possible	Variation de la valeur \$
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Technologies de l'information – Titres de capitaux propres	235	Méthode des sociétés comparables	Multiples des revenus	3,42	10 %	+/-42
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Technologies de l'information – Titres de capitaux propres	1 050	Méthode des sociétés comparables	Variation des capitalisations boursières des quartiles inférieurs	(59,85 %)	10 %	+/-158
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Technologies de l'information – Titres de capitaux propres	4 000	Modèle d'évaluation des options Backsolve/ Méthode des sociétés comparables	Volatilité prévue/Variation moyenne de la capitalisation boursière	60 % 18,93 % 5,49 %	10 %	+/-170
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Technologies de l'information – Titres de capitaux propres	835	Modèle d'évaluation des options de Black et Scholes	Volatilité prévue	70 %	10 %	+/-90
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Technologies de l'information – Titres de capitaux propres	1 050	Modèle d'évaluation des options de Black et Scholes	Volatilité prévue	60 %	10 %	+/-150
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Services de communication – Titres de capitaux propres	5 600	Méthode de la performance de l'indice	Pondération de l'indice	(3,13 %)	10 %	+/-17
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Autres – Titres de capitaux propres	625	Méthode des sociétés comparables	Variation moyenne de la capitalisation boursière	2,85	10 %	+/-11



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

Description	Juste valeur (arrondi) 2023 \$	Technique d'évaluation	Données d'entrée non observables importantes	Donnée d'entrée moyenne pondérée	Variation positive ou négative raisonnable- ment possible	Variation de la valeur \$
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Autres – Titres de capitaux propres	151	Méthode des sociétés comparables	Variation moyenne de la capitalisation boursière	(17,4 %)	10 %	+/-9
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Autres – Titres de capitaux propres	1 200	Méthode des sociétés comparables	Multiples des revenus	0,98	10 %	+/-223
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Autres – Titres de capitaux propres	6 000	Transaction récente	Aucune	–	–	–
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Autres – Obligation convertible	4 000	Méthode de comparaison des obligations	Rendement à l'échéance	9,31 %	10 %	+/-55
FPI et sociétés en commandite	32 000	Flux de trésorerie actualisés	Taux d'actualisation Période d'actualisation des flux de trésorerie Taux de capitalisation	6,3 % – 12 % 5 à 10 ans 4,8 % – 7,5 %	Les données d'entrée indiquées couvrent la fourchette utilisée pour tous les placements immobiliers des FPI et sociétés en commandite.	
Placements immobiliers dans des sociétés fermées	12 310	Modèle de capitalisation	Taux de rendement	7,4 %	1,0 %	+1 200 -920



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

Le tableau qui suit présente les placements dont la juste valeur a été évaluée au moyen de techniques d'évaluation classées au niveau 3 au 31 décembre 2022 :

Description	Juste valeur (arrondie) 2022 \$	Technique d'évaluation	Données d'entrée non observables importantes	Donnée d'entrée moyenne pondérée	Variation positive ou négative raisonnable- ment possible	Variation de la valeur \$
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Industrie – Actions privilégiées convertibles	46 000	Méthode des sociétés comparables	Variation moyenne de la capitalisation boursière	21,40 %	10 %	+/-1 200
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Services financiers – Titres de capitaux propres	28 000	Méthode des sociétés comparables	Multiple cours/valeur comptable	12	10 %	+/-2 700
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Services financiers – Titres de capitaux propres	25 000	Méthode des sociétés comparables	Pondération de l'indice  Multiples des revenus	33,53 %  8,48	10 %  10 %	+/-445
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Services financiers – Titres de capitaux propres	6 600	Méthode des sociétés comparables	Variation moyenne de la capitalisation boursière	16,03 %	10 %	+/-114
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Services financiers – Titres de capitaux propres	5 500	Méthode des sociétés comparables	Multiples des revenus	4,5	10 %	+/-390
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Soins de santé – Obligations convertibles	21 500	Méthode de comparaison des obligations	Taux d'actualisation	10,25 %	10 %	+/-244
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Soins de santé – Obligations convertibles	17 000	Méthode de comparaison des obligations	Rendement à l'échéance	8,91 %	10 %	+/-600
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Soins de santé – Titres de capitaux propres	14 500	Transaction récente	Décote d'illiquidité	50 %	10 %	+/-1 460





(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

Description	Juste valeur (arrondie) 2022 \$	Technique d'évaluation	Données d'entrée non observables importantes	Donnée d'entrée moyenne pondérée	Variation positive ou négative raisonnable- ment possible	Variation de la valeur \$
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Soins de santé – Titres de capitaux propres	6 000	Modèle d'évaluation des options de Black et Scholes	Volatilité prévue	33 %	10 %	+/-100
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Soins de santé – Titres de capitaux propres	2 500	Modèle d'évaluation des options de Black et Scholes	Volatilité prévue	88 %	10 %	+/-45
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Aliments et boissons – Titres de capitaux propres	19 500	Méthode des sociétés comparables	Multiples des revenus Multiples du BAIIA	2,0 17,6	10 % 10 %	+/-2 300
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Aliments et boissons – Titres de capitaux propres	3 500	Méthode de la performance de l'indice	Pondération de l'indice	9,39 %	10 %	+/-9
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Sociétés pharmaceutiques – Obligations convertibles	9 500	Méthode de comparaison des obligations	Rendement à l'échéance	10,16 %	10 %	+/-1 000
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Sociétés pharmaceutiques – Actions privilégiées convertibles	11 600	Modèle d'évaluation des options de Black et Scholes	Volatilité prévue	90 %	10 %	+/-145
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Sociétés pharmaceutiques – Actions privilégiées convertibles	8 500	Transaction récente	Aucune	–	–	–
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Technologies de l'information – Titres de capitaux propres	5 000	Modèle d'évaluation des options de Black et Scholes	Volatilité prévue	60 %	10 %	+/-35



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

Description	Juste valeur (arrondie) 2022 \$	Technique d'évaluation	Données d'entrée non observables importantes	Donnée d'entrée moyenne pondérée	Variation positive ou négative raisonnable- ment possible	Variation de la valeur \$
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Technologies de l'information – Titres de capitaux propres	3 500	Modèle d'évaluation des options de Black et Scholes	Volatilité prévue	67 %	10 %	+/-25
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Technologies de l'information – Titres de capitaux propres	2 000	Méthode des sociétés comparables	Variation moyenne de la capitalisation boursière	50,8 %	10 %	+/-140
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Services de communication – Titres de capitaux propres	5 000	Méthode de la performance de l'indice	Pondération de l'indice	16,4 %	10 %	+/-92
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Autres – Titres de capitaux propres	5 700	Transaction récente	Aucune	–	–	–
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Autres – Titres de capitaux propres	3 300	Méthode des sociétés comparables	Multiples des revenus Multiples du BAIIA	1,50 0,83	10 % 10 %	+/-205
Titres de capitaux propres dans des sociétés fermées non cotées Autres – Obligations de sociétés	4 000	Méthode de comparaison des obligations	Rendement à l'échéance	11,01 %	10 %	+/-100
FPI et sociétés en commandite	35 000	Flux de trésorerie actualisés	Taux d'actualisation Période d'actualisation des flux de trésorerie Taux de capitalisation	5,8 % – 10,5 % 5 à 10 ans 3,8 % – 7,5 %	Les données d'entrée indiquées couvrent la fourchette utilisée pour tous les placements immobiliers des FPI et sociétés en commandite.	
Placements immobiliers dans des sociétés fermées	12 760	Modèle de capitalisation	Taux de rendement	4,6 %	1,0 %	+3 000 -2 000





(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

### Actifs et passifs financiers non comptabilisés à la juste valeur mais dont la juste valeur est présentée.

La valeur comptable de la trésorerie et des équivalents de trésorerie, des placements à court terme soumis à restrictions, des montants à recevoir de courtiers, des avances bancaires, des facilités de crédit, des dettes fournisseurs et autres créditeurs, des montants à payer à des courtiers, des rachats à payer et des souscriptions reçues d'avance constitue une approximation raisonnable de la juste valeur respective de ces éléments en raison de leur courte échéance.

## 17 Informations sur la composition de la société

### Principales filiales et entités structurées

Les états financiers consolidés englobent les comptes de la société et de toutes ses filiales et entités structurées aux 31 décembre 2023 et 2022. Le tableau qui suit décrit les principales filiales et entités structurées en exploitation ainsi que leurs activités.

Nom	Pays de constitution	Pourcentage de la participation détenue		Nature des activités
		2023	2022	
Senvest Global (KY) L.P.	Îles Caïmans	100	100	Société de placement
Senvest Global L.P.	États-Unis	100	100	Société de placement
RIMA Senvest Master Fund GP, L.L.C.	États-Unis	–	–	Commandité de Senvest Master Fund, L.P.
Senvest Technology Partners GP, L.L.C.	États-Unis	–	–	Commandité de Senvest Technology Partners Master Fund, L.P.
Argentina Capital Inc.	Canada	100	100	Immobilier
Pennsylvania Properties Inc.	États-Unis	100	100	Immobilier
Senvest Blends Inc.	États-Unis	100	–	Société de placement
Senvest Management L.L.C.	États-Unis	–	–	Gestionnaire de placements des fonds
Senvest Master Fund, L.P.	Îles Caïmans	41	39	Fonds de placement
Senvest Technology Partners Master Fund, L.P.	Îles Caïmans	49	49	Fonds de placement
Senvest Cyprus Recovery Investment Fund, L.P.	Îles Caïmans	75	75	Fonds de placement
Coldstream SL	Espagne	100	100	Immobilier

Le total du résultat net pour l'exercice attribuable à la participation ne donnant pas le contrôle est principalement attribué à Senvest Management L.L.C. La variation du montant de rachat du passif au titre des parts rachetables pour l'exercice est attribuée aux fonds. Aucune garantie n'a été fournie aux filiales et aux entités structurées, à l'exception de l'obligation locative de Senvest Management L.L.C. Les montants en question ont été inclus aux dettes fournisseurs et autres créditeurs. La société n'est pas responsable d'autres passifs éventuels auxquels ses filiales et entités structurées pourraient être assujetties et ne réglera aucun autre passif au nom de celles-ci.



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

## 18 Transactions entre parties liées

### Rémunération des principaux dirigeants

Les principaux dirigeants comprennent les membres du conseil, le président et chef de la direction, le vice-président, le secrétaire-trésorier et le chef des finances. La rémunération versée ou à verser aux principaux dirigeants relativement à des services de personnel s'établit comme suit :

	2023 \$	2022 \$
Salaires et autres avantages du personnel	14 310	19 619
	<u>14 310</u>	<u>19 619</u>

### Frais de gestion

Certains membres du personnel et certaines parties liées qui ont investi dans les fonds ne paient pas les frais de gestion qui sont facturés aux investisseurs externes. Le montant investi par ces participants en 2023 totalise 510 753 \$ (518 346 \$ en 2022) et est inclus dans le passif au titre des parts rachetables.

## 19 Engagements

Au 31 décembre 2023, les engagements futurs de la société à l'égard des autres placements en actions et autres titres totalisaient 12 857 \$ et les engagements à l'égard des placements immobiliers, 9 804 \$.



(en milliers de dollars canadiens, sauf indication contraire)

## 20 Information sectorielle et géographique

La société exerce ses activités dans un seul secteur à présenter, soit la gestion de ses propres placements et de ceux des fonds.

Les tableaux suivants présentent un sommaire des revenus de la société par secteur géographique pour les exercices clos les 31 décembre :

	2023				
	États-Unis \$	Canada \$	Union européenne \$	Autres \$	Total \$
<b>Revenus</b>					
Revenus d'intérêts	56 167	3 467	4 487	8	64 129
Revenus de dividende	43 090	26 010	2 872	—	71 972
Autres revenus	—	607	7 355	—	7 962

	2022					
	États-Unis \$	Canada \$	Union européenne \$	Bermudes \$	Autres \$	Total \$
<b>Revenus</b>						
Revenus d'intérêts	22 267	940	4 683	—	342	28 232
Revenus de dividende	22 977	18 754	35	289	237	42 292
Autres revenus	109	454	6 020	—	—	6 583



### Conseil d'administration

Victor Mashaal  
Président du conseil et président  
Senvest Capital Inc.

\*Ronald G. Assaf  
Homme d'affaires

Frank Daniel  
Secrétaire-trésorier  
Senvest Capital Inc.

\*David E. Basner  
Homme d'affaires

\*Jeffrey L. Jonas  
Associé, Brown Rudnick L.L.P.

Richard Mashaal  
Vice- président  
Senvest Capital Inc.

\*Membre du comité de vérification

### Dirigeants

Victor Mashaal  
Président du conseil et président

Frank Daniel  
Secrétaire-trésorier

Richard Mashaal  
Vice- président

George Malikotsis C.A., C.P.A  
Vice- président, Finance

### Renseignements à l'intention des investisseurs

VÉRIFICATEURS  
PricewaterhouseCoopers s.r.l./s.e.n.c.r.l.  
Montréal (Canada)

CONSEILLERS JURIDIQUES  
Howard M. Levine  
Blake, Cassels & Graydon L.L.P.  
1 Place Ville-Marie  
bureau 3000  
Montréal (Québec) H3B 4N8

AGENT DE TRANSFERT & REGISTRAIRE  
Société de fiducie Computershare du Canada  
1500 boul. Robert-Bourassa  
7e étage  
Montréal (Québec) H3A 3S8

Société de fiducie Computershare du Canada  
100 rue University  
Toronto (Ontario) M5J 2Y1

Senvest Capital Inc.  
1000 rue Sherbrooke street Ouest  
Bureau 2400  
Montréal (Québec) H3A 3G4  
(514) 281-8082

