

## COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – PREMIER TRIMESTRE DE 2023

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds stratégique de croissance et de revenu Pender a dégagé un rendement de 2,6 % au premier trimestre de 2023 et a terminé l'année passée avec un résultat de -3,4 %. Au cours des trois dernières années, alors que la COVID-19 malmenait le marché, il a affiché une solide performance de 17,3 %<sup>1</sup>.

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du premier trimestre de 2023 en bonne posture dans un contexte où les marchés financiers mondiaux ont affiché dans l'ensemble des résultats positifs, même si une certaine volatilité a sévi pendant la période. Les marchés boursiers canadien et américain ont bien tiré leur épingle du jeu. En effet, l'indice composé S&P/TSX a progressé de 4,6 % et le S&P 500 de 7,3 %. Les inquiétudes suscitées par la crise des banques régionales américaines ont été de courte durée. La situation continue cependant de se traduire par une révision des taux d'intérêt et par le retour en force des investisseurs dans les méga entreprises technologiques. Les six principales compagnies du S&P 500, qui sont toutes des sociétés technologiques, représentaient à elles seules environ les trois quarts des gains totaux de l'indice au cours du trimestre.

La Réserve fédérale a poursuivi son combat contre l'inflation en relevant les taux d'intérêt à deux reprises pendant le trimestre, visant un taux cible de 5 % pour ses fonds fédéraux à la fin de la période. En dépit de la hausse des taux directeurs, les rendements des obligations ont reculé pendant le trimestre qui s'est terminé sur des rendements de 3,48 % pour les titres à 10 ans alors qu'ils étaient de 3,88 % au début de l'année. Les problèmes rencontrés par les banques régionales, la tendance à la baisse de l'inflation et le fait que la Fed ait laissé entrevoir la fin proche de sa politique agressive sont autant des facteurs qui ont mené à une remise à niveau des taux d'intérêt. Dans l'ensemble, et compte tenu de ces événements macro-économiques, nous sommes satisfaits du rendement du Fonds.

### **Les retombées de la Silicon Valley Bank et quelques bonnes affaires dans la catégorie « financière »**

Pendant ce trimestre, l'effondrement de la Silicon Valley Bank, ses retombées sur les banques régionales américaines et la crainte d'une contagion encore plus importante ont été les grands sujets d'inquiétude sur le marché. On a beaucoup écrit sur cette crise, mais, à notre avis, le dernier mémo de Howard Marks d'Oaktree, [Lessons from Silicon Valley Bank](#) — Leçons à tirer de la Silicon Valley Bank — est le texte le plus pertinent. Il demande s'il s'agit là d'une exception à la règle ou d'un signe annonciateur de ce qui s'en vient. En résumé, il estime que la SVB est un cas spécial et que son effondrement n'entraînera pas une contamination étendue. Le Fonds ne possède aucun avoir dans les banques régionales américaines ni dans aucune banque en fait. Nous ne détenons pas non plus de sociétés dont le financement dépendait de la SVB. Les conséquences directes ont donc été négligeables.

Toutefois, nombre de nos entreprises appartiennent à la catégorie « financière » bien que leurs activités trouvent principalement leur valeur dans d'autres secteurs. Ainsi, la création de valeur d'Exor NV (BIT :

---

<sup>1</sup> Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents.

EXOR) est (à notre avis) déterminée par ses actifs majeurs dans le secteur de la consommation discrétionnaire et dans le secteur industriel. De même, Onex Corporation (TSX : ONEX) possède quelques sociétés de services financiers, mais sa valeur intrinsèque tient davantage à son noyau d'investissements dans les secteurs de la technologie et des soins de santé. Des entreprises telles qu'Onex et Exor ne rentrent pas facilement dans une seule et unique catégorie sectorielle, ce qui est courant dans l'industrie de l'investissement.

C'est un peu comme quand on regarde sur son compte Netflix et qu'on s'aperçoit que tous les films sont qualifiés de « comédies ». Ce n'est pas parce que l'acteur principal fait une blague dans un film d'action que celui-ci devient automatiquement une comédie. Mais s'il s'agissait d'un titre, les analystes de la MSCI — société qui assure le respect des standards de classification de l'industrie et détermine à quel secteur appartient chaque entreprise — pourraient bien le ranger sous cette appellation. Les banques sont certes « financières », mais dans le cas d'Exor et d'Onex, pour parler comme dans *Star Wars* : « Ce ne sont pas les services financiers que vous recherchez ». Nous considérons ces deux sociétés comme des assemblages bien gérés d'entreprises diverses, certaines bonnes et d'autres excellentes, qui se négocient actuellement à des prix avantageux. Nous croyons que le ratio risque-rendement de ces deux titres a rarement été meilleur.

Exor NV est une société d'investissement familiale basée en Italie. Le PDG, John Elkann, est l'héritier de cinquième génération de la fortune de la famille Agnelli (Fiat) et il est en train de transformer intelligemment les sociétés de ses aïeux en une seule entreprise cohérente et productrice de richesse. L'entreprise a recours à une approche à long terme en matière d'investissement. Elle préfère les valeurs durables aux gains à court terme. « *Il diavolo fa le pentole ma non i coperchi*<sup>2</sup>. » La valeur liquidative par action a plus que décuplé depuis qu'Elkann a créé Exor au début de 2009, réalisant ainsi environ 18 % sur une base annualisée. Elkann n'a que 47 ans. Nous croyons qu'il a le talent et la motivation pour faire croître à un rythme décent la fortune familiale avec nous comme actionnaires à ses côtés.

Aujourd'hui, Exor détient un portefeuille d'actifs composé d'un vaste éventail de sociétés appartenant à des secteurs tels que l'automobile, la fabrication d'équipements agricoles, les médias et la technologie. Parmi ses investissements les plus importants, notons Ferrari (NYSE : RACE), Stellantis NV (NYSE : STLA), fabricant entre autres des marques Chrysler, Fiat, Peugeot, et CNH Industrial (NYSE : CNHI), fabricant des équipements de construction Case et des équipements agricoles New Holland. Exor possédait depuis plusieurs années PartnerRe, un groupe de réassureurs — ce qui explique en partie sa classification traditionnelle dans la catégorie « financière » —, mais il l'a vendu l'an passé en réalisant un profit substantiel.

Nous estimons que la valeur liquidative d'Exor se chiffrait à la fin du premier trimestre à 133 € la part et que l'action se négociait à 57 % de cette valeur. La récente valeur sur le marché de ses seuls avoirs dans Ferrari et Stellantis excédait la valeur marchande de l'entreprise au complet. Nous sommes d'avis que ce décalage place l'entreprise parmi les très bonnes aubaines relativement à ses mesures de performance.

Les trois dernières années nous ont rappelé combien les actions peuvent se négocier à des prix insensés, qu'ils soient trop hauts ou trop bas. Quand le décalage est exceptionnellement flagrant, les bonnes équipes de gestionnaires le remarquent et passent à l'action. « Nous croyons que la meilleure façon d'évaluer la rationalité des gestionnaires et l'alignement des actionnaires est d'observer ce qui se passe quand il est

---

<sup>2</sup> Cet adage italien signifie grosso modo « le diable peut faire le pot, non le couvercle » ce qui revient à dire « on juge l'arbre à ses fruits ». Quelque chose peut avoir belle apparence, mais on ne connaît sa vraie valeur qu'en la mettant à l'épreuve. Tout comme un pot sans couvercle peut être joli, mais pour savoir s'il cuit bien, il faut y faire cuire quelque chose.

question de rachat des actions<sup>3</sup>. » Quand vos titres sont surévalués, mettez-en plus sur le marché. Quand ils sont bon marché, rachetez-les. L'an passé, alors qu'Exor était *particulièrement* bon marché, elle a investi un montant record dans le rachat de ses actions (254 millions €). Bravo!

Plus près de chez nous, Onex, l'un des fonds d'investissement alternatif du Canada, était le quatrième avoir direct en importance du Fonds. À l'instar d'Exor, même si l'entreprise est placée dans la catégorie « services financiers », la majeure partie de sa valeur intrinsèque n'est pas liée à ce secteur, mais relève des participations partielles qu'elle possède dans de nombreuses sociétés privées et publiques relevant des secteurs industriel, de services aux entreprises et des soins de la santé, parts auxquelles s'ajoute un solde de trésorerie considérable. Comme cela a été le cas pour la plupart des compagnies, la dernière année a été éprouvante pour Onex. Toutefois, son équipe de direction avait essuyé plus d'une tempête boursière au fil des décennies et affronté des cycles bien pires. Mais par-dessus tout, la direction d'Onex a aussi tiré profit de son programme de rachat d'actions en 2022 alors que son titre était bon marché.

Onex a racheté ses propres actions d'une manière continue au cours des ans<sup>4</sup>, car l'escompte par rapport à sa valeur liquidative a été plutôt persistant. C'est un exercice rationnel que d'acheter des dollars à un fort escompte. Cependant, la direction se montre encore plus agressive quand le rabais est exceptionnellement marqué, comme cela s'est produit lors de la panique pandémique de 2020 et des liquidations brutales qui ont eu lieu sur le marché l'an passé. Onex se négocie à un escompte incroyable de plus de 50 % par rapport à une évaluation conservatrice de sa valeur liquidative. Le rabais est encore plus intéressant quand on exclut la trésorerie nette et d'autres investissements liquides. Alors qu'il y a peu le prix était au plus bas, nous aurions pu selon notre évaluation acheter tout le portefeuille de capital-investissement d'Onex pour moins de 0,30 \$ le dollar! Nous avons renchéri sur notre position au cours du trimestre.

### **Actions et titres à revenu fixe**

Parmi les actions que nous possédons, celles de Burford Capital Ltd (NYSE : BUR), de Baidu Inc. (NasdaqGS : BIDU) et de KKR & Co Inc. (NYSE : KKR) se sont inscrites en tête de liste. À la fin du trimestre, Burford a annoncé avoir obtenu après une longue attente un jugement en sa faveur dans l'affaire YPF. Cette annonce a retiré le poids substantiel qui pesait sur le titre et créé un énorme potentiel de rentrée d'argent pour l'entreprise. Il reste quelques obstacles à surmonter, mais nous estimons qu'en raison de ce jugement fortement médiatisé, les parts de Burford pourraient éventuellement valoir de 9 \$ à 24 \$ alors qu'avant le verdict, leur cours de clôture au 30 mars était de 7,22 \$. Nous possédons encore des parts, qui sont à notre avis sous-évaluées si l'on tient compte de cette décision favorable, du portefeuille principal soutenu par sa plateforme d'origine bien établie et grandissante et des actifs croissants dans le milieu des services financiers<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> « Pour une entreprise, il est judicieux d'employer son capital à racheter ses propres actions quand celles-ci se vendent à un escompte appréciable par rapport à sa valeur intrinsèque conservatrice. En effet, les rachats méthodiques constituent le moyen le plus sûr et le plus intelligent de dépenser des fonds. On ne peut guère se tromper quand on achète 1,00 \$ pour 0,80 \$ ou moins. Mais n'oubliez jamais qu'en matière de rachat, c'est le prix qui importe. La valeur s'effondre quand on rachète au-dessus de la valeur intrinsèque. » (TL) Warren Buffett

<sup>4</sup> Le nombre d'actions d'Onex a baissé de 57 % depuis son sommet de 1997!

<sup>5</sup> Burford est devenu le plus grand investissement direct en actions du Fonds à la fin du trimestre lorsque le titre a grimpé à 11,06 \$ au lendemain du verdict dans l'affaire YPF. Même si l'on prend en compte la part accordée aux équipes d'avocats et de gestionnaires dans le cadre de la victoire contre YPF, les taxes et les escomptes nécessaires pour l'entente négociée avec l'Argentine, nous demeurons convaincus que le titre continuera à tirer substantiellement profit de ce verdict qui ne s'est pas encore pleinement répercuté sur son prix. Nous croyons de plus que la valeur des activités principales de l'entreprise est actuellement sous-évaluée, mais qu'elle sera sans doute mieux perçue par le marché lorsque celui-ci aura assimilé la victoire contre YPF et que l'examen actuel par la SEC de la méthode d'évaluation de la juste valeur des actifs financiers légaux aura été mené à bien.

Nos actifs dans ARC Resources Ltd (TSX : ARX), Texas Pacific Land Corporation (NYSE : TPL) et l'entrepreneur du secteur de la défense Northrup Grumman Corp (NYSE : NOC) ont été les grandes déceptions du trimestre. Ces entreprises avaient figuré parmi les meilleures du Fonds au quatrième trimestre, mais elles ont perdu une part de leurs gains au premier trimestre. Le Fonds a apporté des changements à son portefeuille en ajoutant Trisura Group Ltd (TSX : TSU) et en vendant Brookfield Asset Management Ltd (TSX : BAM) vers la fin du trimestre après avoir élargi sa position dans Onex.

Trisura est une compagnie d'assurances spéciales œuvrant aux États-Unis et au Canada. Elle exploite dans des marchés niche qui ont besoin de son savoir particulier en matière de souscriptions et de son expertise structurante. Elle possède une excellente feuille de route sur le plan de la rentabilité et de la croissance, bien qu'elle ai subi au quatrième trimestre une dépréciation qui a fait baisser son titre à un prix attrayant. Trisura avait déjà fait partie de nos actifs rentables, et nous avons été ravis d'y reprendre une position lorsque son cours a reculé. Nous nous attendons à ce que Trisura rentabilise ses frais fixes de base et son investissement dans la technologie et qu'elle dégager un rendement durable de ses capitaux propres autour des 15 % et un bénéfice par action de plus de 15 %.

Notre participation au Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender (FOPCP) a contribué favorablement aux rendements pendant le trimestre. Les entreprises à petite capitalisation, remises de l'affaiblissement du flux des capitaux et des ventes pour raison fiscale de la fin de 2022, ont entamé l'année du bon pied. Mais ce départ en flèche a malheureusement ralenti quand il est devenu évident que les banques régionales américaines n'allaient pas bien et que les capitaux ont reflué vers les grandes entreprises. Le stress bancaire et l'effondrement de la Silicon Valley Bank ont une fois de plus souligné la nécessité de nous concentrer sur le bilan et les sources de financement des sociétés que nous détenons, surtout si elles sont plus petites. Nous avons toujours fait en sorte d'ajouter à notre portefeuille des entreprises de grande qualité qui sont encore capables de croître et de multiplier leur valeur et dont nous observons qu'elles se dirigent résolument vers la rentabilité. Pour obtenir de plus amples détails sur le FOPCP, [consultez la mise à jour mensuelle de mars ici](#).

Nos investissements dans les titres à revenu fixe relèvent principalement du Fonds d'obligations de sociétés Pender (FOSP). Ces participations ont contribué à notre performance du trimestre puisque les obligations de sociétés ont alors pris du mieux en dépit d'une certaine volatilité. Depuis 2020, ce Fonds a dégagé un rendement annualisé supérieur à 8 % par année, et cela en dépit du fait que cette période a vu une hausse significative du taux de rendement obligataire sans risque. Le FOSP a commencé l'année avec un rendement moyen à l'échéance d'environ 7,9 %, soit nettement plus qu'au début de l'an passé, et son rendement actuel est de 5,6 % pour une échéance moyenne de 3,3 ans. Pour obtenir de plus amples détails sur le FOSP, [consultez la mise à jour mensuelle de mars ici](#).

### **Positionnement du Fonds et perspectives**

Le portefeuille a terminé le trimestre avec une pondération d'environ 50,2 % dans des actions sous forme de placements directs, de 6,7 % dans le FOPCP et de 36,1 % dans le FOSP. Seule une petite somme représentait l'encaisse du Fonds. Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender et le Fonds alternatif d'arbitrage Pender représentaient aussi environ 6,8 % du portefeuille. L'apport de ces stratégies a été constructif pendant le trimestre. Dans cet environnement, elles ont fourni des rendements non corrélés comme nous l'avions anticipé. À long terme, ces stratégies devraient atténuer la volatilité dans l'ensemble du portefeuille tout en réalisant des rendements faiblement corrélés avec celui-ci.

Nous avons conservé un positionnement équilibré et trouvé plusieurs occasions intéressantes au sein de chaque classe d'actifs. Les hausses de taux d'intérêt de l'an passé ont exercé une pression à la baisse sur le prix des actifs, mais à divers degrés. Tandis que l'inflation continue de baisser, la croissance économique

sera sous constante surveillance et elle pourrait entraîner une plus grande volatilité. Notre approche demeurera cohérente et nous allons continuer à cibler des investissements dans lesquels nous percevons de la valeur et qui peuvent résister à un vaste éventail de scénarios économiques.

*Felix Narhi et Geoff Castle*

*1 mai 2023*



**PENDER**  
Gestion de Capital PenderFund Ltée

Les données standards sur le rendement des fonds équilibrés Pender sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fr/fonds-equilibre/>

Ce commentaire comporte un Avis de non-responsabilité, que vous pouvez consulter ici : <https://www.penderfund.com/fr/avis-de-non-responsabilite/>

© Copyright Gestion de capital PenderFund Ltée. Tous droits réservés, mai 2023.