

## Commentaire du gestionnaire

### Felix Narhi, CFA et Geoff Castle

---

« Dans les manuels scolaires sur la finance, on définit le “risque” comme étant une volatilité à court terme. Dans la réalité, on associe le risque à de faibles rendements, qu’on obtient souvent en tentant d’éviter la volatilité à court terme. »

- Morgan Housel

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds stratégique de croissance et de revenu Pender (FSCR) a dégagé un rendement de 7,1 % au premier trimestre de 2024. Le cumul annuel du Fonds s’établit à 18,8 %, bien confortablement au-devant du rendement de 11,7 % remporté par son indice de référence<sup>1</sup>. Nous sommes satisfaits de la feuille de route à long terme du Fonds<sup>2</sup>, laquelle est le résultat d’une approche axée sur la valeur au sein du portefeuille d’actions ainsi que des contributions de premier quartile des stratégies spécialisées de Pender qui offrent au Fonds une exposition aux titres à revenu fixe et rendement élevé, aux actions à petite capitalisation et aux titres alternatifs liquides. Au sein d’une catégorie où les participations sont normalement plus de nature indicielle, le FSCR offre une solution de rechange aux investisseurs en quête « d’équilibre ». Les porteurs de parts qui détiennent le FSCR dans des comptes imposables continuent par ailleurs de profiter de l’efficacité fiscale offerte par notre Fonds<sup>3</sup>.

Aucun changement notable n’a été effectué sur le plan de la répartition des actifs. Au 31 mars 2024, le Fonds accordait une pondération de 52,7 % aux actions (placements directs), le solde étant alloué à quatre mandats spécialisés de Pender afin d’offrir un produit équilibré et diversifié. Dans l’ensemble, la participation aux actions s’élevait à 60,5 %<sup>4</sup>, celle aux titres à revenu fixe et à rendement élevé à 31,8 %<sup>5</sup> et celle aux titres alternatifs liquides à 6,9 %<sup>6</sup>. Nous estimons qu’au moyen de son approche différenciée, le Fonds est mieux

---

<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. Les données standards sur le rendement du Fonds stratégique de croissance et de revenu Pender sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fr/fonds-strategique-de-croissance-et-de-revenu-pender/>.

<sup>2</sup> Cote cinq étoiles de Morningstar et gagnant d’un prix Lipper (LSEG Lipper Fund Awards Canada 2023). Gagnant du Meilleur fonds mondial équilibré neutre sur une période de trois ans. Les prix sont décernés en fonction de critères objectifs quantitatifs et la méthodologie des prix LSEG Lipper peut être consultée [ici](#) (en anglais).

<sup>3</sup> Les reports de pertes en capital se chiffraient à 46,9 millions à la fin de 2023. Ces reports ne sont pas soumis à des dates d’échéance, ce qui signifie que le Fonds n’effectuera aucune distribution de gains en capital jusqu’à ce que les pertes soient entièrement utilisées.

<sup>4</sup> Cette composante jumelle des placements directs dans certaines actions triées sur le volet et des parts du Fonds d’opportunités à petites capitalisations Pender.

<sup>5</sup> Fonds d’obligations de sociétés Pender

<sup>6</sup> Fonds alternatif de rendement absolu Pender et Fonds alternatif d’arbitrage Pender

placé pour produire de bons rendements en mettant à profit les stratégies spécialisées de Pender qui mettent l'accent sur les catégories d'actifs dites moins efficaces.

### Placements directs dans des actions

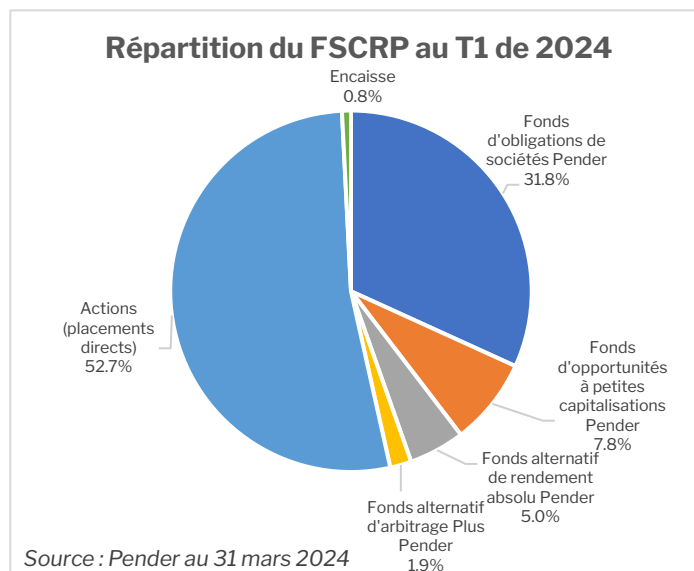
Nous avons profité du fléchissement du cours de Clarivate Plc (NYSE : CLVT) et IAC Inc. (NASDAQ : IAC) pour créer des positions dans ces deux entreprises. Nous estimons qu'elles sont mal évaluées et de ce fait, appelées à tirer profit d'une hausse substantielle au cours des prochaines années.

Clarivate est une société de services d'information offrant du contenu et des analyses critiques pour les missions d'organisations; elle exploite dans les marchés hautement oligopolistiques. On pourrait dresser

un parallèle avec la nature indispensable des produits de Bloomberg pour les professionnels de la finance. Sauf que Clarivate sert principalement trois marchés : le milieu académique, celui des sciences de la vie et l'écosystème de la propriété intellectuelle. À l'instar d'autres sociétés de services d'information, Clarivate jouit d'un modèle d'affaires fort attrayant. Selon nous, la valeur de ses principales bases de données est incommensurable : elle occupe ainsi la première ou la deuxième place dans presque tous les marchés où elle exploite.

Ses activités produisent des flux de trésorerie disponibles fiables, mais les investisseurs se montrent actuellement sceptiques devant sa croissance organique, laquelle semble battre de l'ail par rapport au marché. Le niveau d'endettement de l'entreprise est également élevé à l'issue d'une série d'acquisitions de taille importante. Les flux de trésorerie accordés à la réduction de la dette devraient apaiser les craintes à l'endroit du bilan au cours des années à venir. L'équipe de direction investit également de bonnes sommes pour améliorer sa relation avec la clientèle, ce qui devrait accélérer sa croissance. Parmi les mesures prises pour ce faire, notons le recours à l'IA pour débloquer une immense valeur potentielle dérivée de ses bases de données exclusives. Nous estimons que l'entreprise a de bonnes chances de retrouver des taux de croissance comparables à ceux du marché dans quelques années, et de surpasser ces taux de croissance dans trois à quatre ans. Il est rare de trouver à aussi bon prix une société de si grande qualité, nantie d'avantages concurrentiels notables en raison de l'unicité de son contenu et des coûts requis pour émuler ses actifs.

IAC, selon nous, gère un portefeuille diversifié et solide d'actifs internet et médiatiques. Il s'agit d'une idée de placement recyclée que nous avons déjà détenue par le passé.



L'entreprise est un conglomérat qui se décrit lui-même comme étant « anti-conglomérat » et qui cible la croissance de façon opportune. L'entreprise investit dans une variété de sociétés de croissance, en fait l'acquisition, les érige et les scinde. L'achat des titres d'IAC lorsque le rabais par rapport à l'estimation prudente de la somme de ses parties est si béant s'est généralement avéré lucratif. Une fois de plus, nous estimons que les cours d'IAC sont présentement fort attrayants.

L'action se négocie aujourd'hui à un prix inférieur à la valeur de ses deux avoirs publics, soit MGM Resorts International (NYSE : MGM) et Angi Inc. (NASDAQ : ANGI), en plus de l'encaisse nette. Elle possède par ailleurs d'autres entreprises émergentes qui occupent des positions enviabiles dans leur structure verticale, ce qui procure collectivement une optionalité encore plus alléchante. Joe Levine, PDG de longue date, jouit d'antécédents éprouvés dans la répartition et l'exploitation du capital. Nous accordons une grande confiance aux habiletés de la gestion, convaincus qu'elle sera en mesure de débloquer des sources de valeur cachées.

Dans notre portefeuille de placements directs dans les actions, nous avons profité de l'excellente contribution trimestrielle de KKR & Co. (NYSE : KKR), Aecon Group (TSX : ARE) et Exor NV (AMS : EXO), des sociétés qui ne cessent de se solidifier. Nous avons réduit modestement notre participation à Aecon.

Parmi les titres qui ont perdu du terrain au cours du trimestre, on retrouvait ceux de Kennedy Wilson Holdings, Inc. (NYSE : KW) et Dream Unlimited Corp. (TSX : DRM). Le pessimisme semble toucher un paroxysme du côté de l'immobilier. Les investisseurs saisissent très bien la nature des risques à la baisse dans un contexte caractérisé par des hausses potentielles de taux, une plus forte tendance au télétravail, un resserrement du crédit et la cyclicité. Toutefois, les humeurs pourraient changer vite si l'immobilier commercial arrivait à s'en tirer « ok », car cela permettrait d'envisager un scénario gagnant pour l'avenir. Il reste que les projets dans certaines catégories d'actifs immobiliers continuent d'être moins nombreux comparativement aux niveaux historiques. Cette situation d'offre constructive, avec une demande stable, voire croissante, devrait se traduire par une amélioration des données fondamentales dans les années à venir. Après une contraction qui dure depuis plusieurs années, ce secteur devrait toucher son creux en 2024, surtout du côté des actifs immobiliers de qualité. Le temps est donc venu de défricher le terrain en quête d'aubaines. Selon nous, Kennedy Wilson et Dream Unlimited devraient orchestrer un redressement respectable dans les années à venir. Nous avons donc profité de la faiblesse de leurs cours pour ajouter ces deux avoirs à notre portefeuille.

### Mise à jour sur les fonds à stratégies spécialisées

Notre exposition aux entreprises à petite et à micro capitalisation s'effectue essentiellement par l'entremise de notre participation au Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender (FOPCP). Ce Fonds a dégagé des rendements faramineux au premier trimestre, prenant facilement les devants sur sa catégorie. Dans notre dernier commentaire, nous avons indiqué avoir eu bon espoir, considérant que les cours relativement bon marché



d'alors serviraient de tremplin pour les jours à venir. Et de fait, le FOPCP est allé chercher un rendement d'environ 18 % au premier trimestre! Tout en participant à la remontée générale des petites entreprises, nous avons touché un rendement excédentaire grâce à la performance de certaines sociétés triées sur le volet. Selon nous, ce revirement de situation ne fait que commencer : nous n'en serions qu'aux premières manches du redressement des petites entreprises technologiques depuis la liquidative massive de 2021 et 2022. Le ressort est bien enroulé, la tension est au maximum. Pour obtenir de plus amples détails sur le FOPCP, consultez la [mise à jour du premier trimestre ici](#).

Nos investissements dans les titres à revenu fixe relèvent principalement du Fonds d'obligations de sociétés Pender (FOSP), lequel a contribué positivement au rendement trimestriel et au rendement annuel. Il a de plus devancé son indice de référence. L'approche globale consiste ici à équilibrer le Fonds parmi toutes les options à revenu fixe où il est possible d'adopter une démarche contracyclique en matière de durée et de risque. Concrètement, ce *modus operandi* a permis au FOSP de mettre la main sur des ratios de capture en période baissière favorable par rapport à sa catégorie et ainsi de contribuer à son historique positif à long terme.

Au cours du deuxième semestre de 2023, nous avons constaté une divergence extraordinaire entre certaines zones du marché du crédit, que nous avons jugé bon marché comparativement à l'indice obligataire à rendement élevé, lequel était étroitement évalué par rapport aux indices obligataires gouvernementaux. Nous avons observé que ces zones bon marché étaient difficiles d'accès au moyen d'une approche passive puisque les titres étaient souvent non cotés ou parce que le potentiel de rendement relevait en partie de la réévaluation des actions.

Même si le vent semble changer de direction, nous estimons que les anomalies sur le plan des évaluations n'ont pas encore réalisé leur plein potentiel. Le FOSP est assorti d'un rendement à l'échéance de 8,0 % au 31 mars, le taux de rendement actuel s'établissant à 5,6 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,8 années. Il comporte une pondération de 5,6 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 1,7 % du portefeuille total. Pour obtenir de plus amples détails sur les principaux moteurs de rendement du FOSP, [consultez la mise à jour mensuelle de mars ici](#).

Dans l'ensemble, nos positions dans les titres alternatifs liquides ont dégagé un rendement à un chiffre bas pendant le trimestre. Tant le Fonds alternatif de rendement absolu Pender (FARAP) que le Fonds alternatif d'arbitrage Plus Pender (FAAPP) servent d'agents de diversification pour le Fonds, lesquels devraient produire des rendements absolus positifs dans la plupart des conditions de marché. Dans la réalité, ceci se traduit par des rendements plus solides en périodes tumultueuses, mais moins faramineux lorsqu'on assiste à des remontées spectaculaires (comme c'est le cas maintenant). On en arrive à ces résultats au moyen d'opérations à découvert jumelées et de stratégies événementielles, comme l'arbitrage sur fusion, pour réduire la volatilité tout en dégagant des rendements

franchement décents à long terme. Le FARAP affiche présentement un positionnement plutôt défensif, comme en témoignent son taux de rendement de 4,5 % au 31 mars et son taux de rendement à l'échéance de 6,5 %. Pour obtenir de plus amples détails sur le FARAP, [consultez la mise à jour mensuelle de mars ici](#). Pour obtenir de plus amples détails sur le FAAPP, [consultez la mise à jour mensuelle de mars ici](#).

### Perspectives

Après un quatrième trimestre occupé, les remaniements de portefeuille au premier trimestre de cette année ont été moins nombreux. Par rapport à nos pairs, notre participation aux actions est répartie de façon plus équilibrée sur le volet des capitalisations, ce qui signifie que nous affichons une pondération plus élevée aux PME qui bénéficient d'un avantage concurrentiel et qui sont porteuses d'un potentiel de rendement plus élevé sur le plan des valorisations. Notre équipe des titres à revenu fixe a passé une grande partie de l'année dernière à faire le plein d'occasions de valeur pour le Fonds d'obligations de sociétés Pender, des occasions qui semblent maintenant très prometteuses en ce qui a trait au potentiel de rendement. Après avoir souffert quelque peu en attendant que les éléments catalyseurs se matérialisent, les quelques derniers mois ont mis en scène des développements encourageants. Bien que le potentiel de rendements ait commencé à se concrétiser, il nous reste quand-même encore beaucoup de chemin à faire.

Du côté des stratégies alternatives liquides, le FARAP conserve une posture défensive. Alors que les écarts se rapprochent des creux cycliques, nous pensons que la distorsion du prix des actifs en général commande d'adopter une posture défensive. Il se peut que les conditions demeurent positives, mais le vent va inévitablement finir par tourner et nous croyons qu'il est préférable de s'y préparer au lieu d'essayer de presser le citron jusqu'à la dernière goutte. En ce qui concerne le FAAPP, l'arbitrage sur fusion continue d'offrir de belles occasions de placement. Les écarts restent larges sur une base absolue et relative; l'activité de F&A est en hausse; dans notre univers de prédilection axé sur les petites entreprises, les ententes augmentent; et les autorités réglementaires semblent choisir avec plus de discernement leurs batailles, ce qui nous permet d'éviter les accords de fusion plus périlleux.

Merci de votre appui soutenu et surtout, n'hésitez pas à communiquer avec l'un de nous si vous avez des suggestions, questions, commentaires ou idées à nous faire part.

**Felix Narhi et Geoff Castle**

*19 avril 2024*