

Commentaire du gestionnaire

Justin Jacobsen, CFA

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois de mai avec un rendement de 0,1 % pour établir son cumul annuel à 4,2 %¹.

En dépit des valeurs historiquement chères du début du mois, les titres à risque ont bien tiré leur épingle du jeu comme en témoignent les nouveaux plafonds records des indices boursiers américains à grande capitalisation. Par ailleurs, toujours au début du mois, les écarts des titres cotés BB ont atteint un plancher inégalé depuis 2007 avant de s'élargir sous le poids d'un fort volume de nouvelles émissions. Tandis que les marchés du crédit profitaient du recul des rendements des obligations gouvernementales, et que ceux du Trésor américain à 5 ans terminaient le mois en baisse de 20 pb, les écarts des titres BB sont arrivés à la fin de mai à peu près inchangés.

Mise à jour sur le portefeuille

Pour le Fonds, les marchés coûteux qui le deviennent encore plus, et ce, de manière ordonnée et peu volatile, sont les plus problématiques. Étant donné que les valeurs actuelles ne laissent que peu de place à l'erreur, nous croyons qu'il est opportun de nous concentrer sur la protection du capital. Nous espérons toujours que l'année à venir nous offrira de meilleures occasions de prendre des risques. Nous allons donc attendre patiemment avant d'augmenter notre exposition au marché. Nous avons participé activement dans les nouvelles émissions sur les marchés du Canada et des États-Unis et nous ne cessons de découvrir des avenues nous permettant de déployer judicieusement notre capital sur un marché qui fait preuve de robustesse depuis le début de 2024.

En mai, le Fonds a profité de plusieurs positions longues individuelles pour lesquelles les éléments catalyseurs envisagés dans notre thèse de placement se sont concrétisés comme prévu ou plus tôt. De novembre 2023 à janvier 2024, nous avons édifié une position considérable dans les obligations en dollars canadiens de Videotron devant échoir en 2030 et 2031. Nous avons pour hypothèse que cet actif obtiendrait la notation d'investissement de qualité supérieure, ce qui entraînerait une compression notable de l'écart par rapport à celui d'entreprises semblables telles que Rogers Communications. L'avenir nous a donné raison quand, en mai, tant le S&P que Moody's ont relevé la cote des obligations de la société à celle de « catégorie investissement ». Par conséquent, grâce à la performance du marché générique au cours des six derniers mois, les écarts se sont resserrés encore plus que nous ne l'avions projeté quand nous avons acquis la position.

Voici un autre exemple, celui des obligations (5 %, 2025) de Sensata Technologies que nous avons accumulées de la fin février à la fin avril au prix de 99 \$ et moins. À notre avis, l'entreprise allait chercher à refinancer l'émission avant qu'elle ne devienne un passif à court terme en octobre 2024, ce qui se traduirait par un prix de rachat de 101 \$. La société s'est rendue sur le marché en mai pour solder le montant échu, à la suite de quoi le Fonds a obtenu un rendement ajusté au risque élevé puisque

¹ Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents. Les données standards sur le rendement du Fonds alternatif de rendement absolu Pender sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fr/fonds-alternatif-a-rendement-absolu-pender/>

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE

Mai 2024

l'obligation a augmenté et atteint le prix de rachat de 101 \$ qui sera versé en juillet, quelques mois plus tôt que nous ne le pensions.

Le Fonds a acquis en mai deux positions qui devraient, en raison de l'heureux mariage d'un portage attrayant et d'un rappel à courte échéance, fournir dans les prochains trimestres de bons rendements ajustés au risque tout en présentant peu de risques à la baisse. L'une de ces positions est un titre adossé à des créances hypothécaires commerciales (TACHC) rattachées au Hilton Hawaiian Village situé sur la plage de Waikiki à Honolulu et propriété de Park Hotels and Resorts Inc. (NYSE : PK). Il s'agit du plus grand hôtel d'Hawaii et du premier actif en importance de Parks Hotels. Sa contribution au BAIIIDA de base rajusté de l'ensemble des hôtels de l'entreprise se chiffre à 31 % en 2023, alors qu'aucune autre propriété n'y contribue à plus de 10 %.

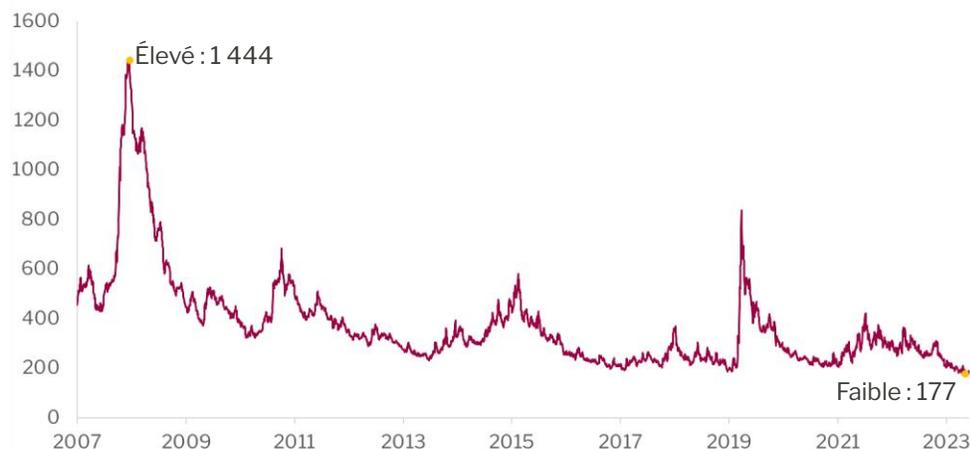
En mai, la société a racheté son obligation arrivant à échéance en 2025 tout juste avant qu'elle ne devienne un passif à court terme, faisant de cette hypothèque la prochaine échéance importante (novembre 2026) de sa structure de capital. À 1,275 milliard \$, c'est aussi la seule de cette ampleur et elle dépasse toutes les autres de plus de 500 millions \$. Nous croyons qu'il y a une forte probabilité que l'entreprise veuille refinancer cette hypothèque avant son échéance, sans doute entre le milieu et la fin de 2025. Ce prêt hypothécaire date de 2016 alors que la propriété appartenait à Hilton Worldwide Holdings Inc. (NYSE : HLT). En 2017, Hilton a transféré une bonne part de ses hôtels, dont le Hilton Hawaiian Village, vers Park Hotels, afin d'opérer la transition vers un modèle d'affaires léger en actifs et de se concentrer sur son activité de gestion hôtelière qui produit des taux de redevances élevés aux multiples plus intéressants que ceux découlant de la possession de biens hôteliers.

L'importance de cette créance commerciale était raisonnable quand l'hôtel appartenait à Hilton, mais elle ne l'est pas pour Park Hotel qui est une entreprise nettement plus petite que celle dont elle est issue. Nous possédons des tranches D, E et F de cette structure, qui sont les trois tranches inférieures. Nous croyons que toute la structure est bien couverte par ses actifs de base dont l'effet de levier représente environ 6,5 x le BAIIIDA normalisé des douze derniers mois de l'hôtel selon les rapports de l'entreprise. Host Hotels & Resorts Inc. (Nasdaq : HST) a annoncé le 29 mai qu'elle achetait un autre bien de prestige à Oahu, le Turtle Bay Resort, à un multiple de 16,3 x le BAIIIDA. Le Turtle Bay Resort est un hôtel de luxe et comme il a été récemment rénové, son multiple devrait être supérieur à celui du Hilton Hawaiian Village (HHV). À notre avis, le multiple de HHV est de prime abord environ de 12 à 13x si l'on se fonde sur la transaction de Turtle Bay, ce qui laisse un coussin de capitaux propres non négligeable. Si jamais la vente se faisait en situation de détresse à un multiple d'environ 10x, nous croyons que notre position demeurerait rentable même après avoir soustrait de sa valeur les frais de transaction et les dépenses.

Le rendement lors de notre achat le plus récent était de 7,7 % à l'échéance de 2026, mais il pourrait atteindre environ 10 % si l'obligation était refinancée vers la fin de 2025 comme nous le prévoyons. Par rapport à l'obligation à rendement élevé (environ 6,5 %, 2029) de Park Hotels qui s'est clôturée en mai, nous pensons que l'obligation hypothécaire de HHV est une occasion ajustée au risque intéressante.

Mise à jour sur le marché

Les écarts ont atteint de nouveaux creux au début de mai pour l'année en cours, et ce tant pour les titres à rendement élevé que pour l'indice BB. Le marché des titres à rendement élevé a affiché un écart de 303 pb le 6 mai, soit à peine 2 pb de plus que celui du creux de la fin de 2021 en cette ère d'après crise financière. Pour leur part, les écarts des titres BB ont été les plus bas en 16 ans et ont affiché tout juste quelques points de base au-dessus du plancher de 171 pb de 2007.

Indice américain à rendement élevé ICE BofA — OAS gouvernemental en pb

Source : Bloomberg/ICE BofA

Nous avons à l'évidence atteint des niveaux où les écarts auraient du mal à se resserrer beaucoup plus. Dans les cinq derniers cas où les écarts de titres à rendement élevé ont chuté sous les 340 pb, ils se sont élargis à 500 pb ou davantage dans les six mois suivants. Nous croyons que c'est à cause de la complaisance et de l'autocorrélation du marché si les écarts atteignent des resserrements historiques. L'absence de développements négatifs crée un climat qui réduit les écarts en miettes jusqu'à ce qu'un changement inévitable s'opère. Un tel changement dans le discours du marché entraîne une nouvelle évaluation du risque qui, elle, donne naissance à des réactions négatives causant un élargissement important des écarts. Nous croyons que c'est fort probablement ce qui se produira à un certain moment en 2024, car en raison de la récente et longue période de faible volatilité, le contexte est favorable à un changement de régime.

Indice ICE BofA des titres à rendement élevé américains

Date du creux	Écart	Date de l'atteinte des 500 pb	Jours pour atteindre les 500 pb	Écart sommet (6 m)	Élargissement sommet de l'écart (pb)
1 ^{er} juin 2007	241	9 novembre 2007	161	592	351
23 juin 2014	335	15 octobre 2014	114	571	236
3 octobre 2018	316	20 décembre 2018	78	544	228
20 janvier 2020	338	28 février 2020	39	1 087	749
28 décembre 2021	301	16 juin 2022	170	587	286
Moyenne	306		112	676	370

Creux récent	Écart
6 mai 2024	303

Source : Bloomberg/ICE BofA

Paramètres du portefeuille

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois de mai armé d'une pondération longue (excluant les liquidités) de 153,5 %. Dans celle-ci, 78,6 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 71,2 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 3,7 % de notre stratégie visant l'investissement événementiel. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -52,6 %, dont -5,2 % dans les obligations du gouvernement, -31,9 % dans les titres de créance d'entreprises et -15,5 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 0,84 an.

En excluant les positions se négociant à des écarts de plus de 500 pb ou en vertu d'une date d'échéance ou de rappel de 2026 ou antérieure, l'OAD du Fonds a baissé à 0,37 an.

Le taux de rendement actuel du Fonds est de 3,9 % et le taux de rendement à l'échéance de 6,3 %.

Justin Jacobsen, CFA

10 juin 2024

