

Commentaire du gestionnaire

Felix Narhi, CFA et Geoff Castle

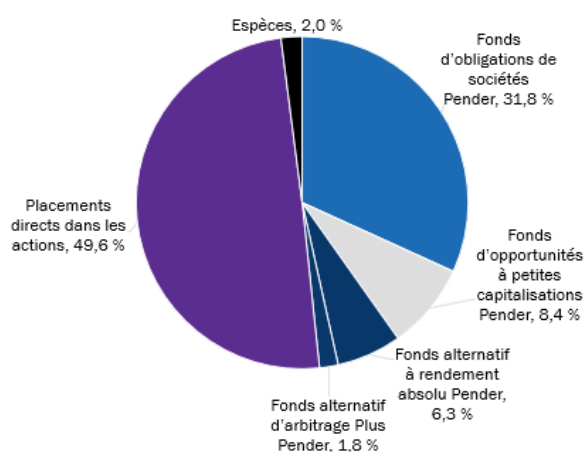
« La chance relève du hasard, mais la capacité à rentabiliser la chance n'est pas nécessairement le fruit du hasard. »

- Mari Kuraishi (traduction libre)

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds stratégique de croissance et de revenu Pender (FSCRП) a dégagé un rendement de 7,8 % au troisième trimestre de 2024¹, un résultat exceptionnel compte tenu du contexte dans lequel évoluent les marchés boursiers mondiaux et les marchés du crédit. Sur une base annualisée, les rendements intermédiaires à un et à trois ans ont été de 26,1 % et 8,1 %, respectivement. Toujours sur une base annualisée, le rendement total depuis la création² a atteint 10,0 %, performance qui le range dans le premier quartile de sa catégorie³. L'indice composé S&P/TSX a affiché un rendement de 10,5 % au troisième trimestre, et des rendements de 26,7 % et 9,6 % sur un et trois ans, respectivement.

Répartition de l'actif du FSCRП au
T3 de 2024



Source : Pender, au 30 septembre 2024.

Avec l'essoufflement de l'inflation, la Réserve fédérale (Fed) a réduit de 50 points de base ses taux d'intérêt de référence en septembre, la première pour les coûts d'emprunt depuis mars 2020. Avant cette réduction, la Fed avait opéré 11 hausses consécutives de taux au cours des deux dernières années pour combattre l'inflation, laquelle a touché un sommet annuel de 9,1 % en juin 2022. Ces hausses ont eu des répercussions importantes sur les titres en bourse, notamment en faisant grimper le cours des actions et des autres actifs risqués. La réduction des coûts d'emprunt fait renaître l'optimisme des investisseurs et encourage à nouveau la prise de risques. Le secteur immobilier, sensible aux fluctuations de taux, a profité d'une plus-value des prix en raison des coûts en capital moins élevés. Nous

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 stratégique de croissance et de revenu Pender sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fr/fonds-strategique-de-croissance-et-de-revenu-pender/>.

² 15 décembre 2019

³ Mondiale neutre équilibrée

avons donc augmenté notre participation au secteur immobilier plus tôt au printemps lorsque le pessimisme était à son paroxysme et que les occasions pullulaient. Nous sommes satisfaits de leur rendement à l'heure actuelle!

Le déclin des taux d'intérêt donne également un coup de pouce aux activités de fusions et acquisitions (F&A). Un banquier d'investissement technologique d'envergure nous a récemment fait remarquer : « Je suis aussi occupé à faire des F&A aujourd'hui que je l'étais à faire des PAPE en 2021 ». Si les conditions de marché demeurent stables, une augmentation des acquisitions devrait se produire et avantager les entreprises à plus petite capitalisation de façon disproportionnée. Restez à l'écoute.

Placements directs dans des actions – activités au T3 dignes de mention

Nouvelles positions	Liquidations	3 principaux contributeurs	Activité	3 principaux détracteurs	Activité
Calian Group (CGY)	CCL Industries (CCL.B)	Dream Unlimited (DRM)	Réduction	Dollar General (DG)	Liquidation
Howard Hughes (HHH)	Dollar General (DG)	KKR & Co (KKR)	Réduction	Atkore Inc (ATKR)	Liquidation
	Atkore Inc (ATKR)	Brookfield Corp (BN)	Réduction	Microchip Tech (MCHP)	Augmentation

Nous avons ajouté Calian Group Ltd. à nos avoirs principaux à long terme. Notre thèse repose sur plusieurs facteurs clés, notamment la composition soutenue par l'entremise d'acquisitions intelligentes, un redressement prévu de sa croissance organique et une valorisation attrayante présentement inférieure à celle de ses pairs. Les exploitations de Calian se fondent sur une structure à quatre segments, lui permettant de transférer stratégiquement le capital entre ses quatre unités d'affaires distinctes en fonction des occasions qui se présentent, des conditions de marché et de la capacité interne. Ces répartitions ont le potentiel de créer un contexte favorable à la production de rendements de 15 % et plus, avant les synergies et l'effet de levier. Bien que la demande à court terme venant des Forces armées canadiennes ait ralenti en raison de retards d'approvisionnement et d'un scrutin plus minutieux des contrats, nous nous attendons à ce que sa croissance organique reprenne son élan, stimulée par la demande croissante en matière de cybersécurité, de nouveaux investissements spatiaux, de préparation militaire accrue et d'adoption de technologies de virtualisation. Entre-temps, les récentes perspectives défavorables à court terme ont malmené l'action. Pour nous, il s'agit d'une porte d'entrée plutôt intéressante.

Nous avons aussi ajouté les titres de Howard Hughes Holdings Inc. (HHH) en tant qu'investissement asymétrique en situation spéciale, d'avis que la valeur immobilière de la somme de ses parties est supérieure à ce que le marché croit. Les marchés publics ont tendance à sous-évaluer les sociétés complexes autofinancées comme HHH, lesquelles sont assorties de cycles de création de la valeur prolongés. L'absence d'élément catalyseur propre à combler l'écart d'évaluation représentait un défi de taille. Toutefois, en août, tout a

changé lorsque la direction de l'entreprise a annoncé qu'elle explorait quelques options stratégiques, y compris une transaction pour revenir au privé, ce qui a fait croître les chances à cet égard. Prime additionnelle, la réduction des taux de la Fed en septembre a également donné un coup de pouce à HHH. Pour nous, il s'agit d'une option opportune à court terme.

Nous avons profité des bons résultats de trois contributeurs clés, soit DRM, KKR et BN, pour réduire notre enjeu. Bien que nous hésitions généralement à liquider au complet notre participation à des sociétés hautement performantes, le mouvement récent des prix – causé en partie par la baisse des taux d'intérêt – a modifié notre appréciation de leurs profils de risque/rendement. Dans le contexte actuel, nous estimons que de retirer quelques marrons du feu représente une décision prudente. Nous avons également liquidé trois positions (CCL.B, DG, ATKR) puisque notre thèse de placement pour chacune ne s'est pas concrétisée. *Un adage que nous essayons de garder à l'esprit : « Vous n'êtes pas obligé de récupérer votre argent de la même façon que vous l'avez perdu ».* Il est crucial de reconnaître ses erreurs et de les corriger rapidement, particulièrement lorsque des occasions intéressantes sont offertes, comme le démontre le sommaire de nos nouvelles positions.

Mise à jour sur les fonds à stratégies spécialisées

Petites sociétés canadiennes (FOPCP) : Le Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender a poursuivi sur son élan au troisième trimestre. Le thème, voulant que les équipes de direction optent pour la privatisation à un rabais important par rapport à la juste valeur, s'est répercuté sur notre portefeuille ce trimestre. Une réussite à court terme, mais un échec à long terme. Parmi les exemples récents, notons Altius Renewable Royalties, un fournisseur de capital souple aux développeurs de projets d'énergie renouvelable, lequel a accepté de revenir dans la sphère privée moyennant une prime. Il s'agit certainement d'un gain pour l'instant, mais cette transaction laisse un goût aigre-doux dans la bouche lorsqu'on pense à ses rendements potentiels à long terme, la société étant près d'un point d'inflexion où elle pourra toucher les redevances d'exploitation de ces projets en construction. Nous estimons que le moment choisi est infiniment opportuniste, aussi notre intention est-elle de voter contre cette entente ou d'exercer nos droits à la dissidence.

Revenu fixe (FOSP) : Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a surpassé ses compères de catégorie⁴ au cours du trimestre. Septembre 2024 trouvera sa place dans les annales comme le mois où s'est mis en branle le quatrième cycle de réductions des taux de la Réserve fédérale de ce jeune centenaire. Le premier cycle s'est terminé en 2003, année où le taux de la Fed s'élevait à 1 %. Les deux autres, qui ont respectivement commencé à la fin 2007 et à la mi-2019, ont culminé par un taux près de zéro.

⁴ Morningstar : titres à revenu fixe à rendement élevé

Nous estimons cependant que les éléments moteurs de l'inflation ont changé. On constate une augmentation en spirale de la demande auprès des fonds publics. Les démocraties de l'Ouest doivent affronter, entre autres défis, les nouvelles menaces militaires de la Russie et de ses alliés autocrates; les coûts engendrés par la croissance des urgences climatiques; les demandes jusqu'ici non financées sur le plan des caisses de retraite et des soins médicaux pour les retraités qui représentent une part toujours plus importante de la population. On s'attend à ce qu'un ralentissement économique, comme celui constaté dans le sillage du cycle sans précédent de hausses de taux en 2022 et 2023, ne puisse pas engendrer le même degré de désinflation que celui en vigueur lors des cycles passés. Notre opinion à cet égard est donc la suivante : la Fed mettra en route un cycle de réductions de taux relativement court qui mènera à des taux fédéraux de quelques points inférieurs, cycle qui prendra fin avec la résurgence d'une inflation persistante. Pour obtenir des renseignements récents sur le FOSP, consultez la [mise à jour](#) de septembre.

Fonds alternatifs liquides (FAAP/FARAP) : Dans l'ensemble, nos positions dans les titres alternatifs liquides ont dégagé un rendement à un chiffre bas pendant le trimestre. Les deux Fonds servent d'agents de diversification pour le Fonds, *lesquels devraient produire des rendements absolus positifs dans la plupart des conditions de marché*. Le Fonds alternatif à rendement absolu Pender est actuellement en position défensive : il attend patiemment le retour de la volatilité et de meilleures évaluations sur le marché du crédit. Le taux de rendement actuel du Fonds est de 4,57 % et le taux de rendement à l'échéance de 5,82 %. Pour obtenir de plus amples détails sur le FARAP, consultez la [mise à jour](#) de septembre. Le Fonds alternatif d'arbitrage Plus Pender devrait profiter de l'engouement actuel pour les fusions et acquisitions dans l'univers des petites entreprises. Pour obtenir de plus amples détails sur le FAAP, consultez la [mise à jour](#) de septembre.

Perspectives

Nous estimons qu'au moyen de son approche différenciée, qui cible les catégories d'actif dites moins efficaces grâce aux stratégies spécialisées de Pender, le Fonds est mieux placé pour produire de bons rendements à long terme.

Notre enjeu de participations directes aux actions offre des cours plus attrayants et, selon nous, des perspectives de croissance supérieures à celle du marché dans l'ensemble. À la différence des fonds typiques « équilibrés » qui reproduisent souvent les indices à grande capitalisation, notre approche est plus diversifiée et s'étend sur l'ensemble du marché des entreprises, des plus petites aux plus grandes. Notre pondération plus notable dans les PME a été le principal moteur des solides rendements à long terme du Fond, même si les petites entreprises n'ont pas la cote en ce moment. Ce segment représente toujours un bassin d'opportunités où il est possible de repérer des titres mal évalués. Nous nous attendons à ce que le cycle de marché, qui favorise présentement les grandes sociétés, change de cap. La reprise des activités de F&A pourrait également mettre le vent dans les voiles à ces entreprises.

À long terme, l'équipe des titres à revenu fixe anticipe un retour à un certain contrôle de la courbe de rendement en Amérique du Nord, comme ce qui se passe au Japon et occasionnellement en Europe. Sur le plan des placements, ce contexte devrait favoriser les actifs plus rares et tangibles, comme les marchandises énergétiques et les métaux précieux, ainsi que les investissements assortis de flux de revenus prévisibles, comme ceux des monopoles et des services publics réglementés.

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

Felix Narhi et Geoff Castle

24 octobre 2024



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 Itée. Tous droits réservés, octobre 2024.