

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – NOVEMBRE 2021

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 0,5 %¹ en novembre. Ce résultat positif a été obtenu en contexte de faiblesse dans le marché des titres à rendement élevé, lesquels ont subi les contrecoups des variants de la COVID-19 et du resserrement éventuel des politiques monétaires.

Du côté positif, notons quelques bons coups, comme notre position dans les obligations convertibles de Tricida, Inc. (NASDAQ : TCDA), venant à échéance en 2027 et transigées à fort escompte. Celle-ci a profité d'une injection de capitaux propres de la part d'initiés. Notre position dans les actions réorganisées d'American Tire Distributors, Inc. (OTC : AHLD), lesquelles ont affiché de solides bénéfices, s'est aussi bien sortie d'affaires. Bien que ses titres se négocient à prix plus élevé, AHLD présente toujours un escompte notable comparativement à notre estimation de sa juste valeur. En outre, après une période de remous volatils en milieu de mois, les titres de créance de qualité investissement du Fonds ont bien tiré leur épingle du jeu sachant que le marché a entraîné une baisse des rendements après l'Action de grâce aux États-Unis.

En revanche, certaines participations ont fait contrepoids à ces gains, perturbés par les soubresauts des marchés à risque en novembre. Parmi les retardataires, on notait la présence des obligations convertibles de Beyond Meat, Inc. (NASDAQ : BYND), qui se sont transigées à la baisse près des 70 pour un rendement de 6,3 % venant à échéance en 2027. Figurait également dans ce groupe notre position dans les billets de Liberty TripAdvisor Holdings, Inc. (NASDAQ : LTRPA), lesquels ont subi une liquidation pour un rendement de près de 8 % à la date d'encaissement de 2025. Nous estimons que ces deux émetteurs sont assortis de perspectives favorables et continuons conséquemment à renchérir sur nos pondérations.

Vagues et marées

J'ai passé quelques jours à Tofino ce mois-ci, assis sur la plage à regarder les surfeurs s'adonner à leur sport. Les vagues se renflent. Les surfeurs arrivent à glisser avec elles ou plongent dans leur écume blanche. La prochaine vague se forme et le cycle recommence. Cependant, de façon plus persistante, la marée s'avance graduellement vers la plage. La baie se remplit d'eau. Les promeneurs retournent à la maison et les rochers disparaissent sous la surface. Et puis là encore, lentement, la marée se retire.

La plage et les marchés ont beaucoup en commun. Nous examinons les situations où les titres de créance d'une entreprise sont sous pression, ou en difficulté. Ces situations se résorbent soit par un rétablissement du prix à la valeur nominale, un arrangement ou une restructuration. Ce sont les vagues du marché des titres de créance et nous sommes les surfeurs.

Les marées exercent également leurs effets sur le marché. L'inflation, les évaluations d'entreprise et les taux sans risque ne sont que quelques éléments qui en font partie. Ces tendances sont elles-mêmes gouvernées par des forces aussi lointaines que l'orbite de la lune sur les mouvements de l'eau. Au seuil de 2022, il serait peut-être utile de considérer tout changement éventuel dans les marées sous-jacentes du marché du crédit.

Nous sommes bien habitués à garder les yeux rivés sur une marée bien précise : l'oscillation des évaluations des titres, laquelle se manifeste sous forme d'écart de crédit dans notre marché. Une entreprise assortie d'une cote

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.

élevée jouit en général d'une base plus coussinée d'actions sous ses obligations. Plus le coussin est rembourré, plus l'écart est étroit.

Les évaluations d'entreprise, telles que mesurées par le ratio de Shiller (C/B ajusté selon les cycles du S&P 500), affichent un sommet relatif – près des sommets records établis en 2000². Dans le marché du crédit, l'expression parallèle est l'écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted spread) BofAML, lequel est comparablement prononcé. Affichant une distance récente d'environ 300 points de base par rapport aux bons du Trésor, les écarts des titres à rendement élevé se trouvaient à quelques points de base de leurs creux sur dix ans³.

Par conséquent, comment faut-il envisager un marché du crédit qui, selon la moyenne de ses évaluations, se trouve potentiellement en situation de marée montante? Les données invitent à adopter un positionnement plus défensif. Au cours de l'année, nous avons généralement cherché à éviter les transactions plus audacieuses. Ceux qui suivent nos catégorisations du risque remarqueront que nous avons augmenté notre pondération dans les titres de plus grande qualité et plus liquides (panier 1) et réduit celle dans les occasions assorties d'écarts plus prononcés (panier 3).

Petite mise en garde cependant : les marées dans les divers endroits ne sont pas simultanées, de la même façon les évaluations dans les différents marchés ne sont pas uniformément tendues. Nous continuons donc de sonder certains secteurs (biotechnologie, voyage, entreprises chinoises, par exemple), car ce terrain nous semble fertile, nourri par des marées moins marquées. Nous avons également à disposition de la poudre sèche pour passer à l'action si des situations devaient se présenter dans le marché du crédit nord-américain, mais nous repérons toujours quelques projets « risqués » dans un petit nombre d'endroits où les investisseurs accordent déjà une attention exagérée au risque.

Dans l'ensemble, nous opérons selon une approche qui ne relève purement ni du macro ni du micro. Nous examinons les marées sur le plan de l'évaluation. Mais peu importe le niveau de la mer, nous sommes d'avis qu'il est toujours possible de dénicher la parfaite vague.

Nouvelles positions

Les billets convertibles de **Tabula Rasa Healthcare, Inc.** (NASDAQ : TRHC), négociés à escompte, ont fait leur entrée dans notre portefeuille ce mois-ci. L'entreprise offre aux patients un programme à valeur ajoutée portant sur l'administration de médicaments prescrits qui aident à réduire les risques d'erreur sur la dose. Récemment, Tabula Rasa a déçu les investisseurs en annonçant un retard dans la mise en place de quelques nouveaux comptes importants. Selon nous, l'entreprise est assortie d'un profil solide sur le plan du crédit, d'une base solide de clients récurrents, d'une croissance raisonnable et d'une couverture adéquate de ses intérêts débiteurs. Versant environ 10 % au moment de l'achat en contrepartie d'une probabilité de défaut sur un an que nous estimons à moins de 1 %, les billets de Tabula Rasa venant à échéance en 2026 présentent un profil risque/rendement attrayant.

Nous avons également mis en place une position dans les billets convertibles de **Aecon Group Inc.** (TSX : ARE), venant à échéance en décembre 2023. L'entreprise, parmi les plus grands constructeurs d'infrastructure au Canada, compte dans ses projets antérieurs l'aéroport Pearson de Toronto et l'autoroute 407. Le secteur des grands travaux de construction nous semble relativement attrayant sur le plan des perspectives de croissance. Non seulement les gouvernements à l'échelle canadienne se sont-ils engagés à accélérer les dépenses axées sur l'infrastructure, mais les derniers événements causés par des conditions météorologiques exceptionnelles, tant en Colombie-Britannique que dans les provinces atlantiques, laissent entrevoir un besoin pour des projets de réparation de grande envergure et urgents, notamment du côté des routes et des infrastructures du transport. Du point de vue du crédit, les obligations d'Aecon venant à échéance en 2023 sont bien adossées sur le plan de

² Topdown Charts, 26 novembre 2021

³ « Fred » St. Louis, série BAMLH0A0HYM2, 30 nov. 2021

l'évaluation. Il y a également une possibilité de profiter de la hausse potentielle de l'action d'Aecon, qui pourrait passer de son niveau actuel d'environ 16 \$ l'action à 23,70 \$ l'action.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 5,5 % au 30 novembre, le rendement actuel s'établissant à 4,9 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 4,1 années. Il comporte une pondération de 2,8 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 0,3 % du portefeuille total au 30 novembre.

Geoff Castle

Le 9 décembre 2021



PENDER
Gestion de Capital PenderFund Ltée

Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions de vente, des commissions de suivi, des frais de gestion et des dépenses. Veuillez lire le prospectus simplifié avant d'investir. Les taux de rendement indiqués correspondent à des taux de rendement composés annuels globaux historiques qui tiennent compte des variations de la valeur liquidative et qui sont présentés nets des frais de gestion et d'administration. Ils excluent les frais de souscription, les frais de rachat et les frais facultatifs, de même que tout impôt à payer par tout porteur de titres, lesquels montants viendraient réduire ces rendements. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur change fréquemment et leur rendement antérieur ne se répète pas forcément. Lorsque le rendement d'un fonds est affiché, il s'agit du rendement des parts d'une catégorie particulière; d'autres catégories de parts sont offertes et pourraient présenter des frais et des rendements différents. Cette communication est fournie à des fins de renseignements seulement et ne constitue pas une offre de vente ou d'achat de nos produits ou services. Elle ne vise pas à fournir des conseils en matière de placements ni des conseils financiers à l'égard de n'importe quel sujet et n'est fournie qu'à titre indicatif. Tout a été fait pour veiller à l'exactitude de l'information figurant à la présente. Certaines des déclarations peuvent contenir des énoncés prospectifs impliquant des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui pourraient influencer sur les résultats réels, sur les rendements et les réalisations du Fonds ou des entreprises mentionnées et sur les résultats enregistrés par le secteur, et les rendre sensiblement différents des résultats, des rendements et des réalisations futures explicites ou implicites exprimés dans ces énoncés prospectifs.