

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – MAI 2022

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a terminé le mois de mai, qui en fut un particulièrement volatil, avec un rendement total (VL) d'environ -0,7 %¹. La faiblesse des prix obligataires au portefeuille est venue contrebalancer le revenu régulier, lequel a continué son ascension pour atteindre son niveau le plus élevé depuis le printemps 2020.

On notait la présence de plusieurs éléments positifs au sein du Fond pendant cette période mensuelle, notamment les positions dans les titres de créance de Treehouse Foods, Inc. (NYSE : THS) et Chemtrade Logistics Invome Fund (TSX : CHE.UN) qui ont profité d'un élan haussier après avoir publié des bénéfices solides. D'autres avoirs leur ont emboîté le pas, comme les actions privilégiées de Cenovus Energy Inc. (TSX : CVE), entreprise qui a tiré parti d'une amélioration de la qualité de ses titres suivant l'annonce de rachats additionnels de ses titres d'emprunt.

À l'exception de ces quelques zones lumineuses, les prix de la plupart des avoirs ont terminé leur course dans une fourchette d'écart toujours plus larges, où les entreprises malmenées et mal aimées se sont montrées tout particulièrement volatiles. Les prêts à terme B d'American Tire Distributors, Inc. illustrent bien mes propos ici : cette catégorie d'actif a dégringolé de près de 4 points au cours du mois. Nous continuons cependant d'affectionner cette position.

Nous investissons là où nos convictions résident

Le secteur du placement n'est pas en mal de perspectives optimistes. Il existe cependant une différence entre « je me montre optimiste parce qu'il le faut » et l'optimisme qui tient sa source dans un sentiment de conviction profonde. L'optimiste convaincu peut endurer un certain degré de volatilité parce qu'il a soupesé les données probantes et se sent à l'aise avec le profil risque/rendement du placement.

Par conséquent, cessons de parler d'optimisme et parlons plutôt de conviction. Lorsque le téléscripneur boursier donne envie de baisser les yeux, il importe de trouver les entreprises qui reposent sur une valeur sous-jacente solide, celles qui nous permettent de dormir sur nos deux oreilles la nuit et celles qui, malgré le risque encouru, nous convainquent qu'elles seront en mesure de produire les gains de demain.

Maisons de briques : Nos convictions demeurent en vie grâce à une bonne dose de « maisons de briques » au sein du marché des créances. Qu'est-ce qu'une maison de briques? Que diriez-vous de Verisign, Inc. (NASDAQ : VRSN), le registrateur des domaines dot-com qui a le monopole dans ce domaine? Capitalisée à environ 20 milliards USD, la dette de Verisign représente moins de 10 % de la valeur totale de l'entreprise. Les flux de trésorerie d'exploitation sont dix fois plus élevés que les intérêts à payer. Dans ce marché, les obligations de Verisign venant à échéance en 2027 versent plus de 4,5 % à terme. À l'aide de la méthode de calcul de la probabilité de défaut de Bloomberg, celle sur un an de Verisign s'établit à 0,0001 %. Si vous trouvez difficile d'avoir des convictions dans ce marché, pensez alors aux obligations de Verisign échéant en 2027.

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.

Choux à la crème : Nous avons assisté, cette année, au retour d'une catégorie spéciale de titres de créance que nous avons baptisés « choux à la crème ». Les données sur le risque ici sont comparables à celles des maisons de briques, mais en raison de circonstances désavantageuses – cote absente ou obsolète, ou couverture négligeable sur le plan de la recherche, par exemple – les obligations choux à la crème avancent bon an mal an avec des rendements d'environ 10 %. Prenons comme exemple les obligations de deuxième rang de W&T Offshore, Inc. (NYSE : WTI), à 9,75 % venant à échéance en 2023, qui reposent sur le sommet d'une structure de capital ravigotée par la hausse des prix énergétiques. En fonction du « strip » actuel dans le secteur du pétrole et gaz naturel, la dette nette de l'entreprise se situe tout juste 1 fois au-dessus des flux de trésorerie d'exploitation prévus de 2022. Selon la dernière évaluation du crédit de W&T par Standard & Poors en juillet 2020, à peine trois mois après l'établissement extraordinaire du prix du pétrole à -37 \$, la cote de l'entreprise s'est retrouvée à CCC+. Si le S&P procédait à une évaluation aujourd'hui, il y a fort à parier que la cote serait beaucoup plus avantageuse. Nos convictions sont solides ici.



Entreprises ciblées par une entente de F&A : Des rendements de grande qualité sont également offerts par les titres d'entreprises qui ont accepté une entente d'acquisition, mais attendent le verdict. À titre d'exemple, l'acquisition par HP Inc. de Plantronics, Inc. (NYSE : POLY) fait en sorte que les obligations à 4,75 % échéant en 2029 de cette dernière deviennent candidates à un rachat hâtif en vertu de modalités attrayantes. Bien que rien ne soit entièrement inévitable, nous sommes convaincus que cette fusion se réalisera avec succès.

Rapport risque/rendement attrayant : Dans les catégories illustrées ci-dessus, nous trouvons des occasions assorties de rendements attrayants et pour lesquelles, à notre avis, nous courons un niveau de risque plutôt faible. Un lecteur curieux pourrait alors nous poser la question suivante : « Quelle est la récompense en échange d'une incursion un peu plus poussée en territoire risqué ? » En fait, nous estimons qu'il existe des situations dans ce marché qui dégageront des rendements ajustés au risque potentiellement encore plus élevés. Nous voyons dans les obligations convertibles à 2 % échéant en 2026 d'Intercept Pharmaceuticals, Inc. (NASDAQ : ICPT) une occasion très intéressante. L'entreprise possède un médicament approuvé, Ocaliva, utilisé pour traiter les maladies reliées au foie gras et qui génère déjà des recettes annuelles de 300 millions \$. Elle dispose également de liquidités de plus de 800 millions \$ issus de la conclusion à venir d'une entente récente visant la monétisation des ventes d'Ocaliva à l'international. Par ailleurs, l'entreprise attend la décision de la FDA pour ajouter une indication à Ocaliva visant le traitement de la maladie hépatique SHNA, beaucoup plus répandue. Selon notre évaluation sommaire, la valeur d'Intercept s'établit à environ 2 milliards \$, même si la nouvelle indication d'Ocaliva est refusée par la FDA. Or, la dette totale ne s'élève qu'à 729 millions \$. Considérant que sa valeur représente près de trois fois sa dette totale, nous trouvons les billets échéant en 2026 (à près de 66 % la valeur nominale) fort attrayants.

Dans un marché où la tendance est à la baisse, il est facile de perdre foi. Dans un tel contexte, un optimisme tous azimuts ne s'avère pas particulièrement utile. Toutefois, une bonne compréhension jumelée à un haut degré de conviction, bien étayées par des analyses étoffées, nous donnent la confiance nécessaire pour envisager l'avenir de nos positions et de notre Fonds dans son ensemble avec entrain. Il va de soi qu'à court terme, les prix peuvent s'avérer volatils. Toutefois, en portant notre regard un peu plus loin, nous estimons que des rendements attrayants sont à portée de main.

Nouvelles positions

En mai, nous avons ajouté une participation dans les billets de premier rang, venant à échéance en 2027, de Varex Imaging Corporation (NASDAQ : VREX). Située à Salt Lake City, Varex est un fournisseur clé de composantes pour les principaux fabricants de systèmes de balayage et d'imagerie médicale. Varex, en tant que participante dans une industrie qui affiche une demande constante à travers les cycles économiques, nous plaît beaucoup. Elle est dirigée par une équipe dédiée qui cherche à assainir son bilan. À un prix qui devrait dégager

un rendement supérieur à 7 % à l'échéance, cette obligation de premier rang s'élève à 243 millions \$, dans une structure de capital de 1,3 milliard \$. Nous considérons que la probabilité de défaut sur un an de Varex se situe à moins de 0,1 %.

Également en mai, nous avons élargi notre position dans les prêts à terme de premier rang de McDermott International Ltd. Cette entreprise, qui a réalisé une restructuration en 2020, a considérablement amélioré ses données fondamentales : le redressement de grands projets énergétiques a fait croître le carnet de commandes pour les principales sociétés d'ingénierie et de construction dans ce secteur. Selon nous, le prix de ce prêt à terme se situe à moins de 55 % de sa valeur nominale, ce qui représente une valeur alléchante.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 7,4 % au 31 mai, le rendement actuel s'établissant à 5,3 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,4 années. Il comporte une pondération de 2,6 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 2,9 % du portefeuille total au 31 mai.

Geoff Castle

8 juin 2022



PENDER
Gestion de Capital PenderFund Ltée

Les données standards sur le rendement des fonds de titres à revenu fixe Pender sont présentées ici :

<https://www.penderfund.com/fr/fonds-revenu-fixe/>

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, juin 2022.