

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – OCTOBRE 2022

- Octobre nous a offert des satisfactions et des déceptions, ces dernières dues à la chute du cours des obligations de qualité investissement en réaction à la courbe ascendante des rendements.
- Du côté des résultats plus satisfaisants, mentionnons nos positions dans McDermott International Ltd. et dans PetSmart Inc.
- En raison de la flexibilité de son mandat, le Fonds a accès à une diversité de titres (prêt à terme, obligation ordinaire, obligation convertible cassée) dans nombre de secteurs négligés, dont les produits chimiques de spécialité, le dragage et la distribution de pneus. De tels investissements ne sont peut-être pas très sexy, mais ils sont agréablement bon marché par rapport à la valeur de l'entreprise.
- Le Fonds a ajouté trois positions dans les médias, l'énergie et les événements en direct.

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a produit un résultat de -0,2 %¹ en octobre, période au cours de laquelle le rendement des obligations sans risque a poursuivi sa montée, tandis qu'au sein du portefeuille certaines positions dans les titres de sociétés se sont retrouvées sous pression.

Du côté des résultats plus satisfaisants, mentionnons notre position dans la firme d'ingénierie et de construction McDermott International Ltd. dont le carnet de commandes ne cesse de se remplir. L'entreprise continue de consolider un redressement entrepris il y a plus de deux ans. À la liste des gagnants, ajoutons les billets garantis (2028) de PetSmart Inc., qui bénéficie de la surenchère des investisseurs sur les obligations à rendement supérieur d'entreprises ayant un profil de revenu stable.

Toutefois, ces gains ont été minimisés par la chute du cours des obligations de qualité investissement en réaction à la courbe ascendante des rendements. En outre, le Fonds possédait quelques titres de créance plus faibles, dont ceux de notre désormais très modeste position dans Country Garden Holdings Company Limited qui, pour tout dire, a été littéralement mise en pièces par une charge d'investisseurs fuyant le marché immobilier de la Chine.

De plus, notre position dans la dette de premier rang de National CineMedia Inc. a été liquidée quand l'entreprise a bénéficié d'un délai de grâce dans le cadre de la négociation de sa renonciation. À notre avis, le secteur de la distribution cinématographique est dans une situation particulière sur le marché actuel, en ce sens qu'il met du temps à se remettre de la pandémie. Toutefois, cette lenteur semble plus due au calendrier malavisé quant au lancement des grandes productions qu'aux changements du côté des habitudes des consommateurs. Comme il semble que cet aspect de l'industrie va s'améliorer en 2023, nous croyons que plusieurs titres sous pression, voire en détresse, dont celui de National CineMedia, devraient jouir d'une belle remontée.

« Voici certains secteurs que nous affectionnons particulièrement et qui ne reçoivent "aucun respect", comme disait Rodney Dangerfield ».

Bon marché et snobés — un portefeuille composé d'actifs qui passent inaperçus

¹Parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents.

Nous avons la chance d'avoir un mandat flexible qui nous permet d'explorer divers marchés du crédit en quête de situations au rapport risque/gains avantageux. Voici certains secteurs que nous affectionnons particulièrement et qui ne reçoivent « aucun respect », comme disait Rodney Dangerfield.

Les produits chimiques de spécialité : Voici un secteur digne d'intérêt, car en raison de la discipline des fournisseurs et d'une gestion attentive, il est protégé par des remparts solides qui font souvent défaut au secteur des marchandises en vrac. Quoi qu'il en soit, en 2022, tous les produits chimiques sont impopulaires, ce qui donne lieu à d'excellentes occasions sur le front du crédit. Si on parle de titane, nous aimons les billets de **Tronox Holdings plc** (4 5/8 %, 2029) dont le prix est d'environ 0,77 \$ pour un rendement de plus de 9 %, prix qui situe le multiple valeur/ventes de l'entreprise à son niveau historique le plus bas. Du côté du méthane, nous aimons **Methanex Corporation** (5,65 %, 2044), dont le prix frôle les 0,70 \$ par dollar et rivalise avec les multiples les plus bas de l'entreprise depuis les 19 dernières années.

Dragage : Il est difficile de passer plus sous le radar que le dragage, mais cette industrie quelque peu nécessaire jouit, aux États-Unis, d'une totale absence de concurrence grâce à la Merchant Marine Act, ou Jones Act, de 1920. Nous avons un faible pour **Great Lakes Dredge & Dock Corporation**. Ses obligations à échéance (2029) se négocient à 0,79 \$ au dollar et son rendement se situe juste sous la barre des 10 %. Un acquéreur pourrait acheter l'entreprise au complet pour un prix équivalent à peu près à 5,5 fois son BAIIA estimé. Le rendement de son flux de trésorerie disponible (excluant les mouvements du fonds de roulement) s'est récemment chiffré à 13 %. Bref, bon et pas cher.

Distribution de pneus : Tout le monde parle de la prochaine génération d'automobiles électriques, mais qui, dites-nous, parle de la prochaine génération de distributeurs de pneus? Personne, à ce qu'on sache, et cela fait bien notre affaire. Le fait que cette industrie n'ait rien de sexy explique peut-être pourquoi les multiples quant à la valeur d'**American Tire Distributors Inc.** ne sont pas problématiques. Voilà une autre entreprise qui peut compter sur un rendement de son flux de trésorerie disponible de 10 %. ATD fait partie d'une industrie qui n'est pas aussi vulnérable aux perturbations technologiques que l'industrie automobile, et la demande pour cet article de remplacement est bonne et stable. La direction, soucieuse de présenter un bilan équilibré, maintient sa politique de réduction de sa dette qui représente environ 5,5 fois son BAIIA. Nous aimons notre position composée d'une dette de rang supérieur dont le rendement se chiffre en ce moment à plus de 12 % à son échéance de 2028.

Ces titres de créances obéissent à un modèle qui nous plaît. La dette, à nos yeux, est bon marché. L'entreprise, à nos yeux, est bon marché en rapport à ses caractéristiques économiques sous-jacentes. Et les activités de la compagnie, bien qu'exposées à quelques petits aléas économiques, ont fait leur preuve dans nombre de cycles de toutes sortes.

Nouvelles positions

En octobre, nous avons ajouté une position dans les obligations convertibles d'**Eventbrite Inc.**, un chef de file de la billetterie en ligne pour les salons professionnels et les petits événements. L'entreprise vaut moins du quart de sa valeur record de 2018. Elle a souffert des compressions de valeur qui ont frappé le secteur autrefois populaire des services en ligne. Néanmoins, le profil de crédit d'Eventbrite est à notre avis alléchant, car ses liquidités excèdent sa dette totale de plus de 300 millions \$ et l'entreprise produit actuellement plus de 60 millions \$ de flux de trésorerie disponible. Soulignons ses convertibles cassées (0,75 %, 2026) dont le prix est de 0,69 \$ au dollar et le rendement de plus de 10 % à leur échéance qui arrivera dans moins de quatre ans. Nous considérons que la probabilité de défaut sur un an se situe à moins de 0,8 %.

En octobre, nous avons aussi acquis une position dite de super-priorité dans le prêt relié à la procédure de restructuration de type débiteur-exploitant (DIP) de **Cineworld Group plc**. Cette entreprise possède

plusieurs chaînes de cinémas, dont Regal Cinemas, une chaîne américaine de 7 200 écrans. Comme nous l'avons mentionné plus haut, le secteur du cinéma a souffert d'une réouverture postpandémique plus tardive que d'autres secteurs de l'économie, retard imputable au nombre moindre de films mis en marché par les grands studios. Cineworld a déclaré faillite en vertu du chapitre 11 en septembre afin de se départir d'un nombre de baux trop chers relatifs à des salles de cinéma, une solution qui devrait avoir pour effet d'améliorer grandement ses gains futurs. Nous avons acheté sur le marché secondaire une part du susdit prêt super-prioritaire de premier rang assorti d'une clause de réclamation senior contre les actifs de l'entreprise et au rendement d'environ 13 %. Nous aimons la forte couverture de valeur qu'offre le financement débiteur-exploitant (DIP) et espérons que la croissance attendue en 2023 du nombre de spectateurs en salle viendra étayer notre garantie.

Nous avons aussi élargi notre position dans les billets (8,75 %, 2027) de **Baytex Energy Corp.**, dont le prix actuel devrait rapporter autour de 8 % à l'échéance, soit dans quatre ans et demi. Le cours solide de l'énergie a permis à Baytex d'accumuler un considérable flux de trésorerie, et l'entreprise a remboursé plus de 650 millions \$ de sa dette au cours des six derniers trimestres. Nous croyons que ce désendettement va se poursuivre, ce qui réduirait davantage la probabilité de défaut, que nous considérons être inférieure à 0,3 % sur un an.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 7,7 % au 31 octobre, le rendement actuel s'établissant à 5,7 % et la durée moyenne de ses instruments à terme de 3,4 années. Il comporte une pondération de 4,1 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 2,3 % du portefeuille total au 31 octobre.

Geoff Castle
7 novembre 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, novembre 2022.