

REVENU FIXE PENDER

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – MAI 2023

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de -0,4 %¹ en mai, ce qui représente une perte relativement modeste au sein d'un marché marqué au fer par d'importantes baisses en raison d'un élargissement des écarts de crédit et de l'augmentation des taux obligataires d'État. Les activités boursières de mai ont cherché à neutraliser la probabilité que le Congrès américain n'arrive pas à modifier le plafond de sa dette à temps. Cette crise semble maintenant résolue.

Parmi les titres qui ont mené la charge pour le Fonds d'obligations de sociétés Pender ce mois-ci, notons les obligations présentant un escompte important, notamment les titres d'emprunt à terme de Cineworld Group PLC, lesquels ont gagné plus de 25 % pendant le mois de mai - plus de détails à venir à cet égard plus bas. Parmi les autres titres qui ont contribué au rendement du Fonds, on retrouvait les obligations à escompte de sociétés biotechnologiques à bon marché, soit Paratek Pharmaceuticals Inc. et Emergent BioSolutions Inc., lesquelles ont profité de l'émergence d'éléments catalyseurs.

Toutefois, tout le drame autour du plafond de la dette et l'aversion au risque des investisseurs ont entraîné la plupart des rendements en territoire négatif pendant le mois. Le marché des titres canadiens privilégiés à coupon variable s'est révélé particulièrement lésé pendant cette période. Ce marché a retrouvé les prix et les taux de rendement en vigueur en 2016 et en 2020. Ces deux moments se sont avérés des contextes particulièrement fertiles aux rendements par la suite, aussi en avons-nous profité pour renchérir sur nos pondérations dans ce domaine. Les titres privilégiés représentent maintenant environ 5 % du Fonds.

Cineworld – pas seulement une quête de valeur, mais un combat pour la valeur

Ma collègue et gestionnaire de portefeuille adjointe Parul Garg et moi avons, au cours de nos années à la barre de ce mandat, défriché une grande quantité d'arrangements et de procédures en vertu du chapitre 11 – le tout dans le but de réaliser des gains à l'aide de titres à faible prix de sociétés en phase de restructuration. Toutefois, aucune de ces situations ne s'est avérée aussi litigieuse que la violence qui s'est perpétrée entre crédateurs dans le cadre du processus de faillite de Cineworld Group. Nous sommes sortis victorieux, quoique légèrement ensanglantés, de notre bataille visant à récupérer la valeur de notre position dans des prêts à terme, laquelle avait été mise en péril par un autre groupe de prêteurs.

Pour vous situer, voici un petit aperçu du contexte : nous avons investi dans les prêts à terme de Cineworld, un morceau de 3,9 milliards \$ d'une dette garantie qui représente les titres pivots dans la structure de capital du propriétaire de la chaîne de cinémas deuxième en importance en Amérique. À la suite du dépôt de son bilan en septembre 2022, les prêts à terme se négociaient à un escompte extrême; nous en avons donc profité pour créer une position à un coût représentant environ 15 % de sa

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.

valeur nominale. Nous envisageons le redressement de Cineworld avec optimisme sachant que les maisons de production ont commencé à dévoiler un menu de films pour le grand écran beaucoup plus intéressant que celui en vigueur tout de suite après la « fin » de la pandémie de COVID, ce qui devrait avoir un effet d'entraînement qui pourrait permettre à l'industrie de retrouver ses niveaux de recettes de 2019.

Cependant, en avril, on a découvert qu'un groupe majoritaire de porteurs de prêts à terme avait conclu un accord d'appui à la restructuration avec Cineworld qui comprenait l'émission de droits adossés. Cette formule de sûreté venait dans les faits diluer la valeur des porteurs minoritaires des prêts à terme par une marge supérieure à 80 %. La valeur nominale, selon le marché, a chuté aussi bas que 6 % du côté des cours acheteurs.

Nous avons communiqué avec les autres porteurs dans la même situation que nous et avons, collectivement, en tant que groupe formant environ 10 % des porteurs de prêts à terme, sollicité les services d'un cabinet juridique bien connu de Wall Street, soit Glen Agre Bermann & Fuentes LLP. Notre groupe a contesté devant tribunal l'accord de restructuration prédateur et, ultimement, forcé le groupe majoritaire à négocier avec nous une allocation plus juste des droits de recouvrement. En fin de compte, nous avons été en mesure de réparer la majeure partie de notre dilution et nos prêts à terme affichaient récemment 17,5 % de la valeur nominale du côté acheteur. Nous estimons que, une fois l'entreprise sortie de son processus de faillite et l'émission des droits adossés financés, la valeur ultime de nos titres à l'issue du redressement de l'entreprise pourrait être beaucoup plus élevée. Néanmoins, pour l'instant, nous sommes heureux d'avoir récupéré la valeur perdue et profitons d'une position qui est évaluée à un prix supérieur à celui payé.

Activités du portefeuille

En mai, nous avons augmenté notre pondération dans les titres du Trésor protégés contre l'inflation (TIPS) au moyen d'un renchérissement de notre participation aux TIPS 2032, ceux-ci étant évalués à un prix qui devrait dégager un rendement de 1,4 % supérieur au seuil prévu. À la lumière de la liquidation des TIPS et des obligations canadiennes à rendement réel au cours des 12 derniers mois, nous constatons que les primes des titres protégés contre l'inflation en sont à leurs niveaux les plus élevés depuis 2011 (par rapport au point mort). Selon nous, ces titres offrent des rendements relativement solides au sein du segment des titres de catégorie investissement du portefeuille.

Toujours en mai, nous avons renchéri sur notre position dans les obligations garanties de la structure de capital de DISH Network Corporation DBS. La société mère de DISH Network Corporation a récemment annoncé qu'elle était en pourparlers avec Amazon dans le but de vendre des contrats de sans-fil 5G par l'entremise du réseau de distribution d'Amazon. Bien que cette entente de commercialisation ne soit pas certaine, le simple intérêt d'Amazon dans cette entente met en évidence le service important offert par les actifs et l'ampleur du réseau de DISH, soulignant la valeur collatérale de la base d'actif de DISH. Nous continuons d'affectionner cette entreprise et estimons que les obligations garanties de DISH DBS sont attrayantes lorsqu'elles présentent un prix entre 70 et 80 cents de la valeur nominale, moyennant un taux de rendement supérieur à 12 %.

Parmi les autres ajouts notables de mai, mentionnons l'arrivée des billets convertibles de Magnite Inc., une agence de publicité et de commercialisation. L'entreprise exploite dans un segment publicitaire en pleine croissance qui consiste à placer du contenu vidéo en ligne, un créneau qui a permis à la société

d'augmenter ses revenus et son BAIIA considérablement au cours des trois dernières années. Nous voyons en elle un potentiel du côté des acquisitions, ce qui pourrait entraîner un remboursement rapide des obligations convertibles brisées de l'entreprise, échéant en 2026, évaluées présentement à 83 % de la valeur nominale pour un taux de rendement de 6,6 %. Comme elle génère de bons flux de trésorerie, présente un bilan en espèces sain et une relativement faible probabilité de défaut, Magnite est assortie d'obligations convertibles au rapport risque-rendement intéressant.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 8,2 % au 31 mai, le rendement actuel s'établissant à 5,4 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,3 années. Il comporte une pondération de 3,0 % 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
7 juin 2023



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 2023.