

## Commentaire mensuel du gestionnaire

Geoff Castle

---

Le Fonds d'obligations des sociétés de Pender a dégagé un rendement de 1,2 % en juin, illustrant ainsi une période marquante pendant laquelle plusieurs catalyseurs propres aux émetteurs ont été profitables pour le Fonds dans un contexte où le taux sans risque était en hausse.

Juin a bien commencé. En effet, l'un de nos avoirs de longue date, Paratek Pharmaceuticals Inc., a accepté d'être acquise par un groupe comprenant Denmark's Novo Holdings A/S, ce qui s'est traduit par un gain de plus de 10 % pour cette position. Une autre position de longue date dans le secteur de la santé, OPKO Health Inc., a également progressé considérablement quand la FDA a approuvé son traitement par hormone de croissance NGENLA. Plus tard au cours du mois, nos actifs dans les obligations de Carriage Services Inc., une entreprise de services funéraires, ont été majorés de plus de 5 % à la suite de l'offre publique d'achat d'un acheteur commercial. Notre position de longue date dans des parts privilégiées de Fannie Mae a également rebondi de ses récents revers en raison d'une décision favorable du tribunal.

Le dynamisme de ces émetteurs a cependant trouvé sa contrepartie dans le vent de face qui a soufflé sur les rendements des obligations de référence et dont les effets se sont répercutés sur la portion de catégorie investissement du Fonds. Et bien que la plupart des positions en crédit s'en soient bien sorties en juin, une décision arbitrale adverse à l'encontre de McDermott International Ltd. a fait considérablement baisser la valeur de ce titre. Nous estimons que la structure du capital de McDermott présente une valeur intéressante à son niveau actuel.

### Quelques mots sur notre stratégie

D'un point de vue stratégique, le Fonds a maintenu son attitude défensive comme le révèle notre pondération historiquement importante dans des titres de catégorie investissement. Le portefeuille affiche également une pondération non négligeable dans les obligations à rendement élevé d'émetteurs qui se situent dans notre fourchette la plus basse en matière de probabilité de défaut.

Nous observons dans le présent contexte des éléments qui nous incitent à la prudence à l'endroit des titres de créance, dont : l'inversion de la courbe des taux ; une tendance négative persistante des dix principaux indicateurs économiques américains du Conference Board ; une décélération rapide de l'indice américain des prix PCE ; et un resserrement des standards en matière de crédit de la part des prêteurs sondés. Étant donné que ces facteurs sont reconnus pour annoncer une récession, nous avons diminué nos attentes quant aux rendements que peut fournir un émetteur, et nous avons adopté une posture prudente dans notre analyse tant des entreprises figurant d'ores et déjà au portefeuille que des investissements prospectifs.

Notre circonspection à l'égard du crédit est toutefois contrebalancée par l'optimisme croissant que nous inspirent d'autres zones de l'univers des titres à revenu fixe qui se comportent bien quand les taux baissent. Nous affectionnons les titres de qualité investissent les mieux cotés qui offrent actuellement des rendements proches des sommets des 13 dernières années. Par ailleurs, nous nous sommes de plus en plus activés à former un groupe de positions affiliées sur le plan des courbes de rendement et qui sont à notre avis pénalisées par la politique nord-américaine en matière de taux.

Lorsque nous avons analysé les cycles antérieurs, nous avons remarqué que la fin du resserrement en Amérique du Nord a donné lieu par le passé à d'appréciables retours sur investissement quant à la dette des métaux précieux et des marchés émergents de qualité supérieure. Étant donné que la dette de certaines minières d'or et d'argent est assortie de primes de rendement extraordinaires, et qu'il existe des escomptes considérables pour les émetteurs de crédit du côté des marchés émergents d'excellente qualité, nous pensons qu'il s'agit là d'occasions à considérer dans l'éventualité où les taux cesseraient d'augmenter.

« Avec en toile de fond une stratégie généralement défensive, nous continuons à ratisser les marchés du crédit en quête d'occasions inédites. »

#### Des occasions ascendantes

Avec en toile de fond une stratégie généralement défensive, nous continuons à ratisser les marchés du crédit en quête d'occasions inédites. Des réputations sont malmenées, des secteurs sont convoités puis snobés, et le refinancement est problématique. Tout cela crée des occasions qui ne répondent pas vraiment aux théories que l'on associe à un cycle précis du marché. En fait, nous avons souvent réussi en dépit de notre positionnement stratégique et non grâce à lui.

Sur une base ascendante, on trouve des occasions intéressantes dans plusieurs niches de marché. Le marché canadien des actions privilégiées est des plus attrayants en ce moment. Prenons l'exemple de Fairfax Financial Holdings Limited, et de ses actions privilégiées à cinq ans de catégorie M à taux révisable. Les parts rapportent un taux de rendement courant en dividende de 6,25 %, taux qui devrait être révisé dans 21 mois à plus de 9,5 %, en supposant qu'au Canada le rendement de référence à cinq ans demeure à son pourcentage actuel de 3,68 %. Cela représenterait un rendement imposable équivalent à 12,4 %, c'est-à-dire plus du double du rendement des obligations à cinq ans de cet émetteur.

Voici un autre exemple qui semble beaucoup trop bon marché : les billets convertibles à 0,5 % avec option de vente intégrée de Liberty TripAdvisor Holdings Inc. À leur émission, il a été convenu que ces billets deviendraient remboursables au pair en mars 2025. Bien que l'émetteur semble avoir amplement les moyens d'honorer cette obligation, le marché s'est montré réticent à relever le prix de ce catalyseur qui arrive à échéance. Les billets convertibles Liberty TripAdvisor offrent toujours un rendement à l'échéance excessivement élevé de 14,5 %.

Un troisième exemple de la valeur courante du crédit est la position que nous maintenons dans des obligations de premier lien garanties de Varex Imaging Corporation, un fabricant

d'appareils d'imagerie médicale. Le rendement en 2027 des billets garantis amortissables de cet émetteur durablement rentable tourne autour de 8 %. Ce titre représente avec ses 243 millions \$ le sommet d'une structure de 1,4 milliard \$ dans laquelle la couverture du BAIIA par les intérêts de premier rang était supérieure à six fois au cours de douze derniers mois.

En résumé, nous nous montrons généralement prudents en matière de positionnement, mais nous entrons dans la dernière moitié de 2023 avec optimisme sélectif. Nous croyons que la valeur des titres de créances de qualité investissement est intéressante, tout comme certains titres individuels du spectre à rendement élevé où les prix se sont détachés de fondamentaux forts.

### Nouvelles positions

En juin, nous avons augmenté notre pondération dans les billets convertibles à fort escompte d'Esperion Therapeutics Inc. Les obligations d'Esperion ont été les victimes collatérales d'une dispute entre l'entreprise et son partenaire Daiichi Sankyo. Le nœud du problème était de savoir si l'efficacité à réduire le cholestérol démontrée par le NEXLETOL d'Esperion suffirait à convaincre l'entreprise japonaise de verser les paiements d'étape de 300 millions \$. Nous croyons qu'Esperion réussira à les obtenir. Qui plus est, l'augmentation des ordonnances qui a suivi la publication des données confirme l'hypothèse que la valeur d'Esperion est nettement supérieure à la valeur nominale de 265 millions \$ de sa dette. Comme la valeur nominale de ses obligations se situe autour de 0,50 \$, le risque-rendement nous plaît.

### Positionnement du Fonds

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

**Geoff Castle**

7 juillet 2023