

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a remporté un rendement de 0,6 %¹ en juillet, une période caractérisée par un resserrement de l'écart de crédit et par la hausse des taux sans risque.

On notait parmi les principales contributions à la performance du Fonds notre position dans les billets convertibles de First Majestic Silver Corp., entreprise qui a profité d'une remontée après avoir touché des creux sur plusieurs années, et notre participation aux billets de Liberty TripAdvisor Holdings, Inc., lesquels ont retrouvé les faveurs du marché en raison d'un taux de rendement à deux chiffres venant à échéance en 2025. Bon nombre d'actions privilégiées ont également bien tiré leur épingle du jeu, notamment celles de série Q de BCE Inc., qui devrait réinitialiser ses dividendes en septembre à un taux qui, advenant la constance du taux de rendement sur cinq ans des obligations du Canada, devrait environner près de 8 %.

Toutefois, sous l'influence des taux sans risque plus élevés, plusieurs titres de catégorie investissement ont fait contrepoids à ces résultats positifs. Notre position dans Cineworld, exploitant de salles de cinéma aux États-Unis, a eu du fil à retordre, potentiellement en réponse à des facteurs techniques reliés à sa sortie des procédures de faillite. Nous voyons d'un bon œil les perspectives de cette société nouvellement recapitalisée et avons bien hâte que le marché plus général découvre à quel point l'évaluation de cette entreprise est, selon nous, attrayante.

Les spéciaux de l'été

Certaines personnes passent leur été à patauger dans l'eau fraîche d'un petit lac calme ou à parcourir les sentiers de montagnes pour aller y faire des pique-niques sur fond de vues imprenables. Nous, en revanche, estimons que l'été est la saison tout indiquée pour défricher les marchés à la recherche de prix qui semblent exagérés à la baisse. Nos résultats favorables à long terme reposent souvent sur la découverte d'une équation de valeur qui présente une relation anormale entre le prix payé par les investisseurs et l'évaluation de l'entreprise. À cet égard, jusqu'à présent pendant la période estivale de 2023, notre attention se tourne sur les occasions suivantes :

TIPS et obligations à rendement réel : Il fut un temps, il n'y a pas si longtemps de ça, où l'inflation post-pandémique en pleine éclosion a mené un grand nombre d'investisseurs à l'abreuvoir des bons du Trésor américains protégés contre l'inflation (TIPS), des obligations à rendement réel et d'autres titres protégés contre l'inflation. Cependant, le programme de hausses vigoureuses des taux d'intérêt par la Réserve fédérale est venu brouiller les estimations des investisseurs quant à l'inflation future et les TIPS ont dégagé un rendement

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.

total négatif de 13 % entre mars et novembre 2022. Maintenant que la poussière est retombée et que les investisseurs déçus ont abandonné leur protection contre l'inflation, nous constatons qu'à leurs prix actuels, les TIPS sur cinq ans devraient dégager un taux extraordinaire supérieur au seuil de rentabilité des prévisions inflationnistes par une marge de 2 %. Lorsqu'ils présentaient un prix comparable à la fin de 2008, les indices de rendement total des TIPS sur cinq et dix ans ont obtenu plus de 46 % au cours des quatre années suivantes. Les TIPS, les obligations à rendement réel et les fonds à capital fixe axés sur ce marché nous semblent tous extrêmement bon marché à l'heure actuelle.

Sociétés minières aurifères... or ou escompte : Bien qu'il y ait bel et bien une relation entre le prix de l'or et l'évaluation des sociétés d'extraction minière aurifère, les deux peuvent emprunter des directions diamétralement opposées. Depuis son sommet de 2011, le prix des sociétés minières aurifères, mesuré par l'indice NYSE Arca Gold BUGS, a dégingolé de plus de 60 %, tandis que le prix de l'or en dollar américain a profité d'une légère hausse tout au long de cette période. De nombreux mineurs rentables et productifs se négocient bien en dessous de leur valeur comptable, aussi il semble y avoir un potentiel énorme du côté des obligations traditionnelles et convertibles de plusieurs de ces émetteurs. Après la grande liquidation des actions aurifères en 2015, soit la dernière fois que ces entreprises ont été aussi peu prisées par rapport à celles exploitant d'autres métaux, la valeur des entreprises minières a par la suite pris son essor et l'indice NYSE Arca Gold BUGS a pratiquement triplé au cours des neuf mois qui ont suivi. Nos participations aux titres convertibles de SSR Mining Inc. et First Majestic Silver Corp. sont bien placées pour profiter d'une issue comparable. De plus, elles profitent d'une couverture notable dans l'éventualité où cet événement de réévaluation prenne quelque temps à se concrétiser.

Titres de créance sur les marchés émergents : Les obligations des marchés émergents offrent des rendements surprenamment élevés étant donné l'inflation en recul et les données fondamentales en assez bonne santé. Si l'on examine le ratio dette/PIB du Mexique, du Brésil, de l'Indonésie et de la Turquie, on constate que celui-ci s'élève à environ 53 % du PIB. Cette donnée se compare favorablement à celle des États-Unis, pays pour lequel le même ratio atteignait récemment 127 % du PIB. L'inflation au Brésil s'élevait à peine à 3,2 %, moins de 0,2 % plus élevé que l'inflation globale aux É.-U. Et pourtant, les obligations brésiliennes à 10 ans offrent un taux supérieur à 10 %, tandis que celui des obligations à 10 ans américaines se situe à environ 4 %. Le niveau de rendements réels des titres d'État et d'entreprises dans certains marchés, comme le Mexique et le Brésil, est très attrayant, particulièrement lorsque comparé à celui des marchés développés. Donc, de façon sélective, nous avons ajouté des participations à des émetteurs comme Petroleos Mexicanos du Mexique et StoneCo Ltd., société financière intermédiaire du Brésil, à des moments où les obligations en USD dégageaient plus de 10 %. Nous aimons également certains fonds à capital fixe axés sur les titres de créance des marchés émergents, comme Western Asset Emerging Market Debt Fund (NYSE : EMD), lequel offre un versement de 10,3 % et un escompte par rapport à la VL quotidienne supérieur à 15 % (dans la deuxième moitié de juillet).

Activités du portefeuille

En juillet, nous avons mis en place une participation dans les billets convertibles à fort escompte de Lucid Group Inc., un fabricant californien de véhicules électriques qui se négociait de façon à offrir un rendement de plus de 14 % (échéance en 2026). Parmi les facteurs clés qui nous ont fait considérer cet achat : une position majoritaire dans la compagnie du fonds Saudi Public Investment Fund, ce qui sous-entend un certain degré de soutien implicite sur le plan du crédit qui vient plus que contrebalancer les risques associés au profil de trésorerie quelque peu embêtant de Lucid. De récents gros rachats de titres par le fonds saoudien iraient à contresens, selon nous, d'un abandon de ses engagements d'ici l'échéance de cette obligation. L'entreprise tire parti d'autres caractéristiques favorables sur le plan du crédit, notamment un gros coussin de liquidités qui dépassent le montant de sa dette totale.

Également en juillet, nous avons acheté les titres de Cimpress PLC (7 %, 2026) qui, au prix actuel, devraient rapporter entre 9 % et 14 % d'ici la date d'appel en 2024. Cimpress détient Vistaprint, fournisseur chef de file dans les cartes professionnelles et les marchandises imprimées personnalisées. Bien que le secteur d'activité de Cimpress souffre de volumes en déclin, l'entreprise s'est taillé un avantage sur les coûts grâce à sa part de marché dominante dans l'approvisionnement en ligne, ce qui lui a permis de continuer à dégager des flux de trésorerie solides. L'équipe dirigeante de Cimpress cherche à désendetter la société. En effet, la société a récemment effectué des rachats importants sur les marchés publics de ses billets de 2026, représentant 52 millions \$ au cours du plus récent trimestre. Selon nous, au fur et à mesure que la dette de l'entreprise rétrécira, plus la cote de cette entreprise, maintenant établie à CCC, risque de grimper.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 8,4 %, au 31 juillet, le rendement actuel s'établissant à 5,3 % et la durée moyenne de ses instruments à terme de 3,3 années. Il comporte une pondération de 3,1 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 4,5 % du portefeuille total au 31 juillet.

Geoff Castle

4 août 2023

