

## Commentaires du gestionnaire

Geoff Castle

---

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 3,2 %<sup>1</sup> en décembre, portant ainsi son cumul annuel de 2023 à un taux respectable de 7,6 %. Quant à notre principal fonds de qualité investissement, le Fonds univers obligataire Pender, son rendement a été de 3,2 %<sup>2</sup> en décembre et de 6,9 % pour l'année. Cet accomplissement remarquable du Fonds univers obligataire Pender dans sa catégorie s'est poursuivi en 2023 alors que son mandat a atteint pour la troisième année consécutive le premier quartile du classement Morningstar.

L'excellente performance du Fonds d'obligation de sociétés Pender a été menée par des titres très bon marché, hors bourse et en détresse. Notre position dans les parts privilégiées de Fannie Mae et Freddie Mac a enregistré un gain de plus de 30 %, tirant profit du fait que les investisseurs s'interrogeaient sur l'éventualité d'une réorganisation de ces entités. Les obligations convertibles d'Esperion Therapeutics ont gagné 11 points en raison de la hausse accélérée du volume d'ordonnances de la société et la perspective que la FDA approuve un plus grand nombre d'indications pour ses médicaments. Deux titres de créances en détresse, Lumen Technologies Inc. et GTT Communications Inc., se sont fortement redressés grâce à une meilleure prédisposition envers ce secteur qui exhibe une nouvelle discipline quant à la dépense du capital.

En décembre, très peu d'actifs de notre portefeuille ont été décevants. Cependant, notre investissement de longue date dans la structure de capital en détresse de McDermott International Ltd. a fait montre de faiblesse. McDermott est toujours aux prises avec les retombées du très compliqué dépôt de bilan en vertu du chapitre 15 d'une filiale exposée à une demande d'arbitrage de la part de l'Équateur. C'est une position que seule une mère peut aimer, mais nous en avons acheté davantage à prix réduit en décembre.

### L'Éveil – version de janvier 2024

*Au début, c'est un son qui vous fait ouvrir les yeux... aussitôt, la lumière vous aveugle... puis, peu à peu, vous commencez à voir ce qui ressemble à une chambre. Tout est blanc. La chambre est chaude, rassurante et calme.*

*« Hé, vous revoici, mon ami... vous avez passé un bon bout de temps dans le noir », dit une voix amicale derrière moi. Soudainement, vos souvenirs reviennent... vous vous rappelez avoir regardé un écran plein de lumières rouges. Il y avait ce -7,3 qui clignotait quelque part... et puis, vous vous rappelez avoir acheté ce CPG... non... pas un, mais des douzaines de CPG! C'est quoi, cette histoire? Et toute cette fourrure... pourquoi y a-t-il autant de fourrure?*

---

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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.

« Docteur! », vous exclamez-vous, la gorge douloureuse de ne pas avoir servi depuis longtemps. « Docteur, qu'est-il arrivé? »

« C'était un ours, mon ami, un gros ours qui a saccagé le marché des titres à revenu fixe. Mais rassurez-vous, on l'a attrapé. » (Note de traduction : l'ours représente un marché baissier en anglais).

---

Le jour se lève de nouveau sur les obligations de sociétés. Après avoir passé le plus clair de deux années à lutter contre une tendance négative persistante, les conditions financières se sont notablement assouplies depuis la fin d'octobre. Les pertes engendrées par la baisse du marché des titres à revenu fixe ont été épongées.

Tout comme notre personnage qui s'éveille, nous nous retrouvons dans un lieu où les signes de la panique des investisseurs et de la dislocation des prix sont encore visibles. Bien que l'indice des titres à rendement élevé ait grimpé en flèche, grâce à l'argent frais qui a ramené les écarts entre les indices vers leur plus bas niveau des deux dernières années, il n'en va pas de même pour les obligations hors bourse et non cotées. De ce côté, il y a encore une bonne quantité d'obligations se négociant dans les 50 % ou 60 % de leur valeur nominale et émises par des sociétés dont la valeur excède visiblement l'encours total de la dette. Les rendements de 10 % sont toujours bien présents. Et la plupart des investisseurs sont encore nerveux.

Nous ne sommes pas dotés du don de clairvoyance, mais si vous attendiez un point d'entrée, il semble que le moment présent recèle un certain potentiel.

#### Quelques titres de crédit peu chers et opportuns (n'appartenant pas au passif)

Mentionnons d'entrée de jeu les billets à 4 % d'**Esperion Therapeutics Inc.** qui arriveront à échéance en novembre 2025. Les titres d'Esperion de 2025, dont le prix se situe encore dans les 50, appartiennent à l'une des jeunes sociétés pharmaceutiques qui croissent le plus vite. Les ventes estimées de 2024 représentent plus d'une fois sa valeur. Et ce pourrait raisonnablement être plus de quatre fois. Les actions ordinaires d'Esperion ont quadruplé depuis leur creux d'octobre, pourtant les obligations n'ont bougé que de 11 %. Les éléments catalyseurs abondent. Cette obligation, dont le rendement excède actuellement 36 %, a une pondération de 2 % pour nous, et nous croyons que son prix va probablement progresser.

Parmi les autres titres riches en catalyseurs se trouvent les billets convertibles à 0,5 % de **Bandwidth Inc.**, l'un des grands joueurs en matière de logiciels connectant les réseaux téléphoniques et les applications basées sur le web. Cette obligation, qui arrivera à échéance en avril 2028, se négociait à 63,75 en décembre et devrait rapporter environ 11,5 %. Les marges de trésorerie augmentent, et l'entreprise devrait connaître une croissance rapide au cours de cette année d'élection étant donné que les campagnes de financement d'aujourd'hui dépendent de l'envoi massif de messages textes aux donneurs figurant sur les bases de données.



**Trulieve Cannabis Corp.** est une autre émettrice dont le crédit n'a pas encore été rehaussé par l'enthousiasme qu'a suscité l'apparent pivot de la Fed. Les cinq dernières années ont été longues et pénibles pour l'industrie du cannabis après l'éclatement de la bulle d'euphorie et le retour de la discipline financière. Trulieve, une survivante, a produit plus de 125 millions \$ en liquidités d'exploitation au cours des 12 derniers mois. Il est plus que vraisemblable que l'usage récréatif du cannabis en Floride, son principal marché, sera un enjeu électoral en novembre. Malgré tout, les titres de créances de premier rang de Trulieve (8 %, 2026) se négocient toujours en fonction d'un rendement de 15 %. Cela nous plaît.

La disponibilité dans le monde du crédit de bonnes affaires comme celles dont nous venons de parler vient en partie du fait qu'aucun de ces titres n'est coté. Et les obligations non cotées ne sont pas prises en compte par les indices. Si une obligation ne figure pas dans un indice, elle ne peut pas être considérée comme un passif financier. Mais toutes les émettrices ci-dessus sont des entreprises publiques disposant de renseignements financiers accessibles et de gestionnaires auxquels on peut demander des éclaircissements. Notre mission envers vous, notre investisseur, est d'accomplir le travail nécessaire en matière de crédit, travail qui nous permet de nous porter garants de ces titres de créances en toute confiance.

### Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 7,9 % au 31 décembre, le rendement actuel s'établissant à 5,4 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 4,0 années. Il comporte une pondération de 4,9 % dans des titres en détresse et en réorganisation dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 3,8 % du portefeuille total au 31 décembre.

**Geoff Castle**

4 janvier 2024

