

## Commentaires du gestionnaire

Geoff Castle

---

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un modeste rendement de 0,3 %<sup>1</sup> en janvier, mois qui a mis en scène une liquidation des obligations canadiennes de catégorie investissement et une remontée chancelante des indices de titres à rendement élevé.

Parmi les titres qui ont le mieux tiré leur épingle du jeu en janvier, notons les billets à 4 % d'Esperion Therapeutics Inc., ce dont nous discuterons plus en détail plus loin. Se trouvaient également dans ce groupe gagnant les actions privilégiées de Fannie Mae et Freddie Mac, lesquelles ont poursuivi sur leur lancée alimentée par l'espoir d'une restructuration du capital après les élections américaines de 2024. Les actions privilégiées canadiennes ont également mis la main à la pâte de façon généralisée, comme en témoigne le gain de plus de 10 % des titres privilégiés de série J d'Enbridge Inc.

Malgré un rendement général positif, de nombreux titres ont battu de l'aile pendant le mois, notamment ceux d'entreprises nécessitant l'apport soutenu de capitaux, comme la structure EchoStar Corp/Dish Network Corp et Accelerate Diagnostics Inc. Certaines obligations canadiennes de catégorie investissement ont également fléchi au cours du mois tandis que les taux de rendement indiciaires ont augmenté au pays.

### La patience de Job... et les patients de Nexletol

Il y a des moments sur les marchés où les titres de créance en détresse et les titres issus de structures réorganisées, offerts à très bon marché, jouissent d'un rebond rapide. Eh bien, maintenant n'est pas un de ces moments. Récemment, tout sur la place du marché semble laborieux. Les structures de capital mises à mal ont dépéri, les investisseurs levant le nez sur elles malgré leurs prix incroyablement bas.

Il faudrait, selon nous, que l'investisseur moderne intéressé par les structures de capital en détresse canalise l'esprit de Job, personnage de l'Ancien Testament. Homme de foi inébranlable, Job a subi la perte de son bétail, la destruction de sa maison et même le décès de ses enfants dans une série de revers de fortunes pour le moins malheureux. Sa foi, toutefois, est demeurée infaillible. Confronté à sa propre souffrance inexplicable, Job a redoublé de confiance dans le Tout-Puissant. « Même s'il me tue, déclare Job, je lui ferai néanmoins confiance<sup>2</sup>. » D'une certaine façon, Job a été le premier « invétéré de la cryptomonnaie ».

Chaque fois que nous nous penchons sur notre principal avoir en portefeuille, soit les billets à 4 % échéant en avril 2025 d'Esperion Therapeutics, l'histoire de Job nous revient en tête. Esperion a mis au point un nouveau traitement à base d'acide bempédoïque qui réduit le

---

<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> (Job 13:15)

cholestérol, commercialisé sous les noms de Nexletol et Nexlizet. Selon les études cliniques réalisées après l'approbation du médicament par la FDA en 2021, cet agent a démontré sa capacité à réduire tous les types d'incidents cardiaques par une marge de 20 %, comparativement à un groupe témoin. Ceux qui se souviennent des bénéfices massifs remportés par Lipitor, ancien meilleur vendeur de Pfizer maintenant générique, comprennent bien le potentiel économique d'avoir entre les mains un médicament de pointe pour traiter le cholestérol.

Bien que nous soyons pour notre part convaincus des mérites du produit d'Esperion, la société a eu du mal à gagner du terrain sur le plan commercial, fait qui s'explique par le lancement du médicament au zénith de la pandémie. Il a été difficile de lancer un nouveau traitement lorsque peu de patients ont consulté pour des raisons autres que celles reliées à la COVID-19.

La direction d'Esperion a subséquemment effectué une manœuvre audacieuse en vouant presque toutes ses ressources liquides à une étude ayant pour but de démontrer l'efficacité du médicament, étude qui a été baptisée « Clear Outcomes ». Dans l'ensemble, les résultats de l'étude publiés en mars 2023 ont produit les données espérées. Le médicament a bien fonctionné, tant pour réduire le cholestérol que pour améliorer la santé générale des patients. Pourtant, le partenaire marketing de l'entreprise, le géant pharmaceutique japonais Daiichi Sankyo, a refusé d'avancer immédiatement le paiement jalon promis de 300 millions de dollars, affirmant que certains seuils de performance particuliers n'avaient pas été atteints. Une poursuite en justice a ensuite été déposée. La nervosité des investisseurs déjà anxieux s'est amplifiée.

Et c'est ainsi que notre placement dans les billets à 4 % échéant en 2025 d'Esperion, que nous avons acheté à 80 \$ en 2021, a tranquillement déboulé jusqu'à un creux avéré de 39 \$ en avril 2023. Tout au long de cette dégringolade, notre conviction s'est solidifiée et nous avons renchéri sur notre position. Notre coût moyen pour ses titres est descendu dans les 50 \$. Nous sommes convaincus que la société vaut bien plus que ses passifs financiers et nos billets devraient éventuellement toucher une valeur nominale de 100 \$.

Au cours des dernières semaines, la promesse de Nexletol a commencé à se matérialiser dans l'imaginaire des investisseurs, encouragés par quelques éléments catalyseurs. La croissance accélérée des produits d'ordonnance à la fin de 2023 avait déjà mis la table à un regain de confiance, lequel s'est concrétisé lorsqu'une entente de 125 millions \$ en espèces a été conclue le 3 janvier entre Esperion et Daiichi. La société a ensuite mobilisé avec succès plus de 85 millions \$ en émissions d'actions le 19 janvier. Les billets à 4 % d'Esperion sont donc passés d'un creux inférieur à 40 \$ pour récemment toucher un prix de 68 \$. À la fin du mois, cette position s'était faufilée à la première place de nos avoirs en portefeuille grâce à la plus-value de son prix – un développement qui ne nous a nullement déçu. Toutefois, avec un taux de rendement de 28 % à la date d'échéance d'avril 2025, cette pondération de 2,5 % recèle encore un bon potentiel de rendement à l'avenir pour notre Fonds.



### Activités du portefeuille

Au cours des mois de décembre et janvier, nous avons créé une participation dans les obligations de Sibanye Stillwater Ltd., la plus grande société mondiale spécialisée dans l'extraction et le raffinage des métaux du groupe du platine. Le platine est un métal tout particulièrement malmené, en partie à cause d'une baisse prévue de la demande du côté industriel (comme pour les pots catalytiques) et en partie à cause de la demande limitée des investisseurs. Le World Platinum Investment Council (conseil mondial sur l'investissement dans le platine) a récemment fait remarquer que l'année 2023 a mis au jour un déficit d'approvisionnement record, la demande pour ce métal dépassant la production par une marge record d'un million d'onces<sup>3</sup>. Nous pensons que ce long déclin relatif du platine devrait prendre fin suivant la reprise potentielle de la demande industrielle, notamment pour de nouvelles applications telles que les piles à combustible à hydrogène, ainsi que le renouvellement possible de l'intérêt des investisseurs pour ce métal.

Sibanye, située à Johannesburg, exploite parmi les plus grandes mines de platine à faible coût au monde. Les titres cotés BB de Sibanye profitent d'un ratio dette/capitalisation inférieur à 50 %. L'entreprise a dégagé des liquidités positives de ses opérations chaque année depuis son entrée en bourse en 2011. Elle a également produit des flux de trésorerie disponibles au cours de toutes les années sauf deux. Nous sommes détenteurs des billets à 4,5 % échéant en 2029, lesquels sont assortis d'un taux de rendement supérieur à 9 %, ainsi que des billets convertibles à 4,25 % échéant en 2028, lesquels ont un prix d'exercice qui est moins de 15 % supérieur au cours de l'action actuel. Nous considérons que la probabilité de défaut sur un an de Sibanye se situe à moins de 0,3 %.

### Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 8,1 % au 31 janvier, le rendement actuel s'établissant à 5,3 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,8 années. Il comporte une pondération de 5,0 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 4,1 % du portefeuille total au 31 janvier.

## Geoff Castle

6 février 2024

---

<sup>3</sup> <https://www.mining.com/the-great-platinum-deficit-council-forecasts-record-demand-in-2023/>

