

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 0,8 %¹ en février, puisant dans la solidité de certains des titres de créance à fort rabais.

Les billets convertibles d'Esperion Therapeutics Inc. ont été positifs pour le Fonds pendant cette période, et ils continuent à prospérer grâce à un bilan qui va en s'améliorant et au nombre d'ordonnances qui ne cesse de monter. Les billets convertibles de Bandwidth Inc. ont eux aussi tiré profit des bénéfices notables déclarés par l'entreprise logicielle de communication. Notre position dans Lucid Group a également ajouté à notre force, car les investisseurs ont détourné leur attention des gains plus faibles pour la période en cours pour la reporter vers le fait que l'entreprise dispose d'actifs plus que suffisants pour acquitter ses obligations en matière de crédit.

Bien que la plupart des gammes d'actifs aient progressé en février, quelques-unes ont fait montre de faiblesse, notamment notre position dans les titres de créance de SSR Mining Inc. dont la mine de Çöpler, en Turquie, a rencontré des problèmes de fonctionnement. Bien que ce malheureux incident ait modifié le profil de rendements de l'entreprise pour l'année en cours, nous croyons que la couverture du crédit des billets arrivant à échéance en 2039 n'en est pas significativement altérée et avons de ce fait augmenté notre position.

Un retour à la réflexion?

Au cours de la dernière année, les marchés du crédit ont eu pour particularité, entre autres, de voir le fossé se creuser entre la valeur des obligations indicelles à rendement élevé les plus courues et celle de certains titres de créances malaimés et assortis d'écart plus béants. En théorie, les deux lots d'émissions auraient dû réagir de façon comparable à l'engouement renouvelé pour le risque, mais en pratique celles figurant dans les indices ont fait beaucoup mieux. Il se peut que cette situation découle de la popularité des instruments passifs ou de semblables stratégies axées sur les indices. Nous ignorons pourquoi un si grand nombre de répartiteurs de capitaux tiennent autant à ce que le crédit soit dirigé vers des mandats qui découragent officiellement la réflexion. Mais des goûts et des couleurs on ne discute pas.

Quoi qu'il en soit, nous avons observé certains changements sur le marché en février. Soudain, quelques obligations étonnamment bon marché qui étaient offertes, mais snobées se sont retrouvées à la fois offertes et demandées pour finir par être exclusivement en demande. Et les prix ont commencé à monter au pays des injustement laissés-pour-compte. Permettez-nous de vous donner quelques exemples.

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.

L'une des curiosités du début de 2024 a été le petit prix des billets convertibles (2026) de Lucid Group, qui se transigeaient à moins de 40 cents le dollar pour un rendement de plus de 35 % à une échéance inférieure à trois ans. Nous admettons que Lucid n'est pas rentable actuellement, mais ce prix laissait croire que l'actionnaire majoritaire de l'entreprise, le Saudi Public Investment Fund, allait retirer ses billes. Nous n'avons rien vu de tel. En fait, nous serions très étonnés qu'après avoir investi 26,4 milliards \$ dans l'une des principales sociétés participant au projet d'indépendance aux combustibles fossiles de ce pays, Saudis se retire sans aider Lucid à honorer cette échéance de 2 milliards \$. Et le bilan de Lucid, notons-nous, inscrit plus de 4 milliards de liquidités. Finalement, plus tard en février, l'optimisme quant au crédit de Lucid s'est intensifié et les obligations de l'entreprise ont commencé le mois de mars sur des offres de 46 cents le dollar, ce qui reste peu cher.

Un autre titre de crédit dont le plongeon vers les 30 cents a été ignoré par les investisseurs avides d'indices en hausse sont les billets d'Emergent Biosolutions Inc. (3,875 %, 2028). Pour être tout à fait honnête, Emergent a dû relever quelques défis ces deux dernières années, y compris une division de fabrication sous contrat moribonde et le décès du fondateur de l'entreprise. Nous avons cependant été étonnés de constater combien le marché ignorait les atouts évidents de cette société, dont sa position établie à titre de fournisseur de l'État américain en matière de stockage de médicaments essentiels et de son statut tout aussi essentiel de fabricant du Narcan, un traitement contre les surdoses d'opioïde. Finalement, vers la fin de février, nous avons vu des demandes surgissent de cet océan d'indifférence. Au lieu de recevoir des offres fermes dans les 30 cents, Emergent a recueilli au début mars des propositions dans les 40 cents sans n'avoir rien demandé.

Une hirondelle pourrait-elle faire le printemps? Serait-ce de nouveau à la mode de réfléchir avant d'investir? Seul le temps le dira.

Nouvelles positions

En février, nous avons pris une position dans les billets à taux variable de Rivian Automotive Inc. qui devraient rapporter environ 13 % à leur échéance de 2026. Nous reconnaissons que l'engouement pour Rivian et d'autres fabricants de véhicules électriques s'est considérablement refroidi au cours des quelques dernières années. Néanmoins, Rivian possède en matière de crédit des avantages non négligeables. D'abord, l'entreprise dispose de liquidités excédant les 9 milliards \$, presque neuf fois le montant de la seule et unique obligation garantie de Rivian. De plus, elle peut compter sur le soutien implicite et substantiel d'Amazon.com Inc. qui est à la fois son principal client et son propriétaire à 16 %. Selon nous, cette obligation à relativement court terme devrait facilement être remboursée ou refinancée à son échéance.

Toujours en février, nous avons participé au report et à la modification de l'échéance de 2025 de l'obligation convertible de Cineplex Inc. qui est désormais fixée à 2029. Nous obtenons de ce fait, un billet dont la valeur est supérieure et une plage de convertibilité plus longue. Nous aimons l'idée que l'industrie du cinéma continuera à se rétablir maintenant que sont terminées les grèves de l'industrie et la pandémie. De surcroît, parce que Cineplex détient une part imposante du marché canadien de l'exploitation des salles de cinéma, nous



croyons que l'entreprise devrait voir ses revenus augmenter et, par conséquent, ses rendements en espèces.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 8,2 % au 29 février, le rendement actuel s'établissant à 5,4 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,6 années. Il comporte une pondération de 5,2 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 2,8 % du portefeuille total au 29 février.

Geoff Castle

6 mars 2024

