

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 2,8 %¹ en mars, profitant de plusieurs éléments catalyseurs qui ont mis le vent dans les voiles aux rendements.

Certaines obligations présentant un fort escompte se sont considérablement redressées pendant le mois. Notre participation aux billets d'Esperion Therapeutics, Inc. (2025) a grimpé de 11 % à l'issue de l'approbation de la FDA, longuement attendue, à l'égard de l'expansion des indications de Nexletol/Nexlizet. La position du Fonds dans les obligations convertibles (2026) de Lucid Group, Inc. s'est hissée de plus de 17 % après qu'une société affiliée au fonds d'investissement public (FIP) de l'Arabie Saoudite a investi 1 milliard \$ dans ce fabricant de voitures électriques, confirmant à nouveau notre point de vue à savoir que la dette de la société profite du soutien implicite du FIP. De plus, notre participation aux obligations à fort escompte (2028) d'Emergent BioSolutions s'est avancée de plus de 15 %, en partie en raison de l'enthousiasme soulevé par la nomination d'un vétéran accompli de l'industrie pharmaceutique, soit son nouveau PDG Joseph Papa.

Parmi les autres points forts du Fonds, les obligations convertibles en quasi-espèces de certaines entreprises ont profité de gains à la faveur d'un redressement significatif des actions sous-jacentes. C'est le cas notamment des obligations convertibles d'une société minière canadienne, soit Equinox Gold (2029), lesquelles ont profité d'un essor de 19 % à l'approche de la date d'ouverture de la mine Greenstone. Les titres convertibles d'OPKO Health (2029) ont également fusé au-dessus de la valeur au pair à la suite de la vente surprise d'une portion de ses activités déficitaires liées aux laboratoires moyennant 200 millions \$.

Le vent change de direction... mais il est encore tôt

Au cours du deuxième semestre de 2023, nous avons constaté une divergence extraordinaire entre certaines zones du marché du crédit, que nous avons jugé bon marché comparativement à l'indice obligataire à rendement élevé, lequel était étroitement évalué par rapport aux indices obligataires gouvernementaux. Nous avons observé que ces zones bon marché étaient difficiles d'accès au moyen d'une approche passive puisque les titres étaient souvent non cotés ou parce que le potentiel de rendement relevait en partie de la réévaluation des actions.

Même si le vent semble changer de direction, nous estimons que les anomalies sur le plan des évaluations n'ont pas encore atteint leur plein potentiel. Examinons plus en détail ce constat à l'aide d'exemples issus des principaux gagnants du Fonds ce mois-ci :

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.

Lucid Group, Inc : Notre enjeu dans les billets de Lucid (2026) représente une participation dans les seuls titres de créance de l'entreprise. En mars, le prix des titres est passé de 43,75 \$ (valeur nominale de 100 \$) à 51,60 \$. Il s'agissait d'une hausse non négligeable, mais nous croyons qu'il est raisonnable d'avoir pour objectif un remboursement équivalent à la valeur au pair d'ici 2026. Après tout, l'entreprise – en vertu de sa dernière injection de liquidités – dispose de plus de 4 milliards de dollars de liquidités et de placements à court terme, contre seulement 2 milliards de dollars d'emprunts. En outre, Lucid possède des immobilisations évaluées à plus de 3 milliards \$ et des stocks d'environ 700 millions \$. L'engagement soutenu du FIP de l'Arabie Saoudite ne fait qu'étayer la situation enviable des billets de Lucid.

Esperion Therapeutics, Inc : Les lecteurs habitués de ce commentaire font partie du groupe sélect de personnes qui auront instantanément reconnu l'importance de l'extension approuvée par la FDA des indications de traitement pour les perspectives de l'entreprise. La nouvelle se répand très vite. En gros, le marché visé par le traitement d'Esperion contre le cholestérol vient d'être multiplié par cinq. Une évaluation sommaire de son chiffre d'affaires pour 2025 présume maintenant un résultat qui triple celui de 2023. Selon nous, les billets de 2025 de l'entreprise, qui versent encore plus de 16 %, sont maintenant littéralement de petits choux gras, offrant un potentiel de rendement extraordinaire en contrepartie d'un risque fondamental minimal.

Equinox Gold : Nous avons régulièrement souligné le ratio sur les prix, record à la baisse, qui existe entre l'évaluation des sociétés minières aurifères et le prix du métal jaune lui-même. Toutefois, au cours des six derniers mois, on a vu certaines sociétés minières, à l'instar d'Equinox, prendre le dessus sur le lingot par un facteur d'environ 2:1. Les actions aurifères commencent tout juste à remporter des rendements supérieurs à ceux du lingot. Nous notons que le prix de l'or a récemment dépassé son sommet antérieur de 2011, mais que les actions d'Equinox Gold se négocient encore à moins de la moitié des niveaux enregistrés en 2011. Si Equinox arrivait à retoucher son sommet de 2011, la valeur intrinsèque de notre billet convertible (2029, protégé contre un rachat anticipé) passerait de 116 \$ actuellement à plus de 200 \$. Et notez en passant que depuis 2011, la valeur comptable tangible par action d'Equinox s'est multipliée par trois.

OPKO Health : Il existe peu de sociétés plus dédaignées qu'OPKO. Pourtant, la valeur malmenée de la société semble dissonante par rapport à l'amoncèlement de bonnes nouvelles et d'améliorations à l'endroit de sa position financière. En juin dernier, OPKO et son associé commercial Pfizer ont reçu l'aval de la FDA pour son hormonothérapie hebdomadaire à base de somatotrophine, soit Somatogon. Subséquemment, l'entreprise a refinancé avec succès l'échéance de son obligation convertible (2024), prolongeant son échéance la plus proche à 2029. Qui plus est, la société a récemment vendu une portion de ses activités déficitaires en laboratoire moyennant une somme supérieure à la dette totale de l'entreprise. Si les capitaux propres d'OPKO pouvaient simplement atteindre la valorisation moyenne en vigueur en 2019 (année où ils en étaient à la phase 3 de l'essai de

Somatrogon), la valeur intrinsèque de nos obligations convertibles non remboursables pourrait augmenter de plus de 100 %.

Dit autrement et simplement, nous sommes des investisseurs axés sur la valeur. Nous avons passé une grande partie de l'année dernière à faire le plein d'occasions de valeur qui nous semblaient très prometteuses en ce qui a trait au potentiel de rendement. Après avoir souffert quelque peu en attendant que les éléments catalyseurs se matérialisent, les quelques derniers mois ont mis en scène des développements encourageants. Le potentiel de rendement a commencé à se concrétiser. Nous avons cependant encore beaucoup de chemin à faire, alors attachez vos ceintures!

Activités du portefeuille

En mars, nous avons créé une nouvelle participation dans les obligations (8,25 %, 2027) de **Centrus Energy Corp.** L'entreprise a essentiellement le monopole dans les opérations d'enrichissement de l'uranium destiné aux centrales nucléaires américaines. Cette entreprise est rentable : son résultat d'exploitation s'établit à six fois les charges d'intérêts brutes au cours de la dernière année. Son encaisse au 31 décembre s'élevait à 201 millions \$, ce qui représente deux fois sa dette totale en circulation. Le rendement à l'échéance des obligations, qui se négocient légèrement au rabais par rapport au pair, se chiffrait à plus de 8,5 %. Nous considérons que la probabilité de défaut sur un an de cet émetteur non coté se situe à moins de 0,25 %.

Également en mars, nous avons renchéri considérablement sur notre pondération dans les billets (13,5 %) de PGS ASA, une société géotechnique norvégienne spécialisée dans l'information sismique en haute mer. En octobre dernier, la société a accepté l'offre d'achat de son plus grand concurrent, soit TGS ASA, également de Norvège. L'acquisition devrait être conclue plus tard cette année et l'acquéreur a indiqué son intention de racheter ces obligations à la date de rappel la plus proche, soit le 31 mars 2025. Les obligations ont clôturé le mois avec un prix versant un taux de rendement de 8,9 % en vertu de l'échéance de 2025.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 8,0 % au 31 mars, le rendement actuel s'établissant à 5,6 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,8 années. Il comporte une pondération de 5,6 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 1,7 % du portefeuille total au 31 mars.

Geoff Castle

4 avril 2024

