

Commentaire de la gestionnaire

Emily Wheeler, CFA

Le Fonds univers obligataire Pender a culminé le trimestre terminé le 31 mars 2024 en territoire positif, porté par une remontée généralisée au cours du mois de mars. Les parts de catégorie F se sont avancées de 1,5 % au T1, ce qui représente une surperformance de 1 % par rapport au rendement de 0,5 % obtenu par l'indice obligataire universel FTSE Canada¹.

Alors que le trimestre précédent a mis en scène un marché obligataire en pleine ébullition à la suite d'un assouplissement des pressions inflationnistes, le premier trimestre de 2024 a pour sa part privilégié des zones précises du marché. Notre participation, par l'entremise du Fonds d'obligations de sociétés Pender (POSP), à des occasions fortement mal aimées par le marché (où les écarts se sont élargis au-delà de ceux de l'indice général des titres à rendement élevé) a mis le vent dans les voiles au Fonds. En outre, certaines obligations de faible cote détenues directement par le Fonds, notamment nos titres d'Occidental Petroleum (4,1 %, 02/15/2047) et d'OPKO Health (3,75 %, 01/15/2029), ont contribué positivement au Fonds ce trimestre.

Notre premier achat des titres d'Occidental a été réalisé en octobre 2023 à 63,90 \$. Se négociant maintenant à environ 11 points de plus, cette émission affichait une hausse de 4,6 \$ au T1, les écarts s'étant rétrécis par rapport aux bons du Trésor par une marge d'environ 61 points de base au cours de cette période. Occidental est un des grands producteurs de pétrole et gaz naturel aux États-Unis, et des gisements permien plus précisément. Nous affectionnons ces obligations aux données très solides, et ce, à plusieurs égards. D'abord, le ratio immobilisations corporelles par rapport à l'encours de la dette est considérable. Avec 59 milliards \$ pour le premier et environ 19,7 milliards pour le deuxième, la couverture est ici un peu moins de 3 fois. Même en réduisant les immobilisations corporelles de 50 %, la couverture est amplement assurée à environ 1,5 fois.

Deuxièmement, le BAIIA et les flux de trésorerie disponibles par rapport aux charges d'intérêt sont solides, représentant plus de 10 fois et 7 fois celles-ci respectivement en 2023. Les capitaux propres font également bonne figure : la capitalisation boursière de 57 milliards \$ est de bien supérieure à l'encours de la dette. En plus de cette couverture admirable, notons que Berkshire Hathaway est un actionnaire important de l'entreprise, détenant plus de 25 % des actions en circulation. La société a par ailleurs renchéri sur son avoir récemment. Notons en plus qu'advenant une diminution des taux d'intérêt à l'avenir, ces obligations à plus longue échéance sont bien placées pour en profiter. Une chute des taux de 1 % entraînerait une plus-value du prix de 14,5 %, soit un rendement potentiel attrayant pour une obligation de cette qualité.

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.

Parmi nos étoiles ce mois-ci, on retrouvait les obligations convertibles d'OPKO Health (3,75 %, 01/15/2029), lesquelles occupent une pondération de 2,2 % (2,7 % en incluant celles du FOSP) dans le Fonds. OPKO est une entreprise de soins de santé exploitant dans deux domaines principaux : un axé sur les laboratoires, appelé BioReference, qui est l'un des plus grands laboratoires à service complet aux États-Unis, et un pharmaceutique où l'entreprise a plusieurs fers au feu. Parmi ses produits pharmaceutiques, notons en particulier son médicament à base d'hormone de croissance appelé Ngenla. Ce dernier, commercialisé par Pfizer, a récemment été approuvé aux États-Unis pour les patients pédiatriques. L'entreprise partage ses recettes de vente de Ngenla avec Pfizer. Il en va de même avec d'autres médicaments de Pfizer qui, ensemble, pourraient cumuler des revenus importants pour OPKO au cours des années à venir. Par ailleurs, les cadres principaux détiennent une part importante des titres de propriété. En effet, le PDG et d'autres cadres directeurs possèdent une proportion importante des actions en circulation. L'équipe de direction a aussi récemment refinancé une obligation convertible (2025) et a émis une obligation (2029) en échange, ce qui a réduit le prix d'exercice de 4,22 \$ à 1,15 \$. À la fin mars, la compagnie a annoncé qu'elle avait vendu une portion de ses activités de laboratoires moyennant 237 millions \$ – une décision qui, selon l'équipe de direction, améliorera ses perspectives de rentabilité à l'avenir. En réponse à cette nouvelle, le cours de l'action d'OPKO a augmenté de 12 % à 1,20 \$ la part, poussant le prix de l'action au-dessus du prix d'exercice de l'obligation convertible. Notre position a joui d'une hausse de 6 % au cours du trimestre et subséquemment, d'une autre hausse de 12,5 % au moment d'écrire ce commentaire, offrant ainsi une saine contribution au rendement du Fonds au T1 et au début du T2.

Positionnement des titres de créance

Les écarts des titres BBB et à rendement élevé, à 150 points de base et 312 points de base respectivement, sont présentement étroits d'un point de vue historique. En fait, lorsqu'on examine leur parcours à long terme, l'écart moyen depuis 1997 s'élève à 195 points de base pour les titres BBB et à 535 points de base pour les titres à rendement élevé. Bien qu'il existe des zones favorables parmi les titres de crédit, sachant que nous nous approchons d'un écart-type sous la moyenne à long terme dans les deux cas, les écarts en général sont plutôt onéreux. À la lumière de notre approche contracyclique sur le plan de l'exposition d'un côté et du contexte caractérisé par le resserrement des écarts de l'autre, le Fonds est relativement moins exposé aux titres de créance que lors des périodes précédentes où les écarts offraient une rémunération plus attrayante. À l'heure actuelle, le Fonds révèle une pondération de 22 % dans des titres obligataires de catégorie spéculative, ce qu'il fait par l'entremise du Fonds d'obligations de sociétés Pender et de quelques obligations à rendement élevé triées sur le volet.

Duration et positionnement du Fonds

La prime à terme a diminué quelque peu depuis son sommet d'octobre 2023, mais elle demeure néanmoins positive et plus élevée qu'en fin d'année. Pour cette raison, la duration est restée à peu près la même par rapport au trimestre précédent. Et bien que les banques centrales mondiales procèdent à des réductions de taux, certaines nations en sont à les



augmenter, comme le Japon et Taiwan où l'inflation perdure. Les économies nord-américaines ont affiché une certaine résilience au cycle de hausse précédent, toutefois, cette résilience pourrait s'effriter à l'avenir. En effet, bien que la croissance récente et les données sur l'inflation soient demeurées solides, les dépenses personnelles de consommation (DPC) ont récemment chuté sous la barre des 3 %. Parmi les zones de faiblesse économiques, on retrouve l'immobilier commercial, les défauts de cartes de crédit (qui ont augmenté au fil du resserrement des normes de prêts) et les ventes au détail, lesquelles accusent une certaine fatigue sachant que les entreprises ont affiché des perspectives de bénéfices à la baisse. Si la croissance récente est le résultat, du moins en partie, d'une offre causée par un taux d'immigration plus élevé et un plus grand nombre de personnes sur le marché du travail, et non d'une demande, il est possible que les effets retardataires du cycle de hausse des taux d'intérêt ne se soient pas encore pleinement matérialisés. C'est une réalité à laquelle Jerome Powell a fait allusion plus récemment.

La durée du Fonds univers obligataire Pender au 31 mars 2024 s'établissait à 4,76 années. Le rendement à l'échéance du Fonds se chiffrait à 5,39 % et l'encaisse représentait 4 % du portefeuille à la fin du trimestre.

Emily Wheeler, CFA

11 avril 2024

