

## Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

---

Après un début d'année faramineux, le Fonds d'obligations de sociétés Pender a opéré une consolidation en avril, laquelle s'est soldée par un léger déclin de -0,1 %<sup>1</sup>. Les taux plus élevés des titres sans risque ce mois-ci ont essentiellement fait contrepoids aux rendements supérieurs de certains titres de créances du portefeuille.

On a en effet pu compter sur des gains dans certains domaines, notamment les cinémas où les résultats supérieurs aux attentes de *Dune : deuxième partie* et de *Godzilla x Kong : Le Nouvel Empire* ont donné des ailes à nos participations dans Cineworld Group PLC et Cineplex Inc securities. L'enthousiasme soutenu soulevé par le changement de la garde d'Emergent BioSolutions Inc. a également fait grimper de cinq points notre position dans les billets de 2028.

Toutefois, le Fonds a dû composer avec les vents contraires soufflés par la courbe prononcée des bons du Trésor. Les titres de catégorie investissement à plus longue échéance ont ressenti la pression lorsque le bon du Trésor à dix ans a chuté de plus de trois points après une augmentation de près d'un demi-point de son taux de rendement en avril. Du côté des titres de créances, nos participations aux obligations convertibles en défaut de Lucid Group Inc. et de Stem Inc. ont reculé, l'intérêt envers les énergies propres et les véhicules électriques n'étant pas aussi marqué que le tableau fondamental le justifierait.

### Plusieurs façons de gagner... divers scénarios pour dénicher de bonnes occasions dans le marché obligataire

Prenons un gestionnaire de fonds obligataires aux perspectives haussières : celui-ci passe probablement beaucoup de temps ces jours-ci à promouvoir l'idée qu'après une flambée des taux qui a duré presque quatre années, un ralentissement de l'économie devrait entraîner une baisse de l'inflation et une remontée soutenue du marché obligataire. Soit. Nous sommes tentés d'abonder en ce sens.

Toutefois, à l'inverse de ce gestionnaire de fonds obligataires, nous estimons qu'il ne faut pas se contenter de cette unique thématique. Qu'arrive-t-il s'il faut plus de temps avant que les taux ne reculent ou que leur déclin ne soit pas aussi prononcé que prévu? Avez-vous d'autres œufs dans votre panier? Pour notre part, nous en avons tout plein. Nous regardons au-delà de cette thématique macroéconomique englobante pour nous pencher sur une grande variété d'options intéressantes qui nous permettront de dégager des rendements excédentaires dans l'arène des titres de sociétés. En voici quelques-unes.

**Soutien implicite :** Il arrive souvent que nous nous penchions sur des facteurs qui ne relèvent pas seulement de la solidité particulière d'un émetteur, mais du soutien dont celui-

---

<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.

ci jouit venant d'une entité reliée, laquelle serait très ennuyée ou embarrassée si ladite entité associée, mais non garantie, subissait un échec. Prenons par exemple l'histoire à succès des obligations de SunPower Corp pour le Fonds, succès principalement dû au fait que nous accordions une grande confiance au soutien implicite de son actionnaire majoritaire Total SA, qui se servait de SunPower Corp pour rehausser son profil dans le domaine de l'énergie renouvelable au summum de la popularité des placements ESG. Comparablement aujourd'hui, nous pouvons faire fi des ratios d'endettement un peu trop élevés de Pemex pour voir un état mexicain qui, sans se porter garant de Pemex, partage essentiellement l'état du résultat global de la société. Si l'emprunt d'un dollar américain coûte seulement 6 % à l'état mexicain, pourquoi celui-ci ne prêterait pas main-forte à son monopole énergétique Pemex en difficulté pour lequel ce même dollar emprunté coûte 11 %?

**Non coté, mais à toute épreuve :** Dans d'autres cas, il arrive qu'un titre ne soit pas coté ou mal coté, mais que le défaut de risque soit quasi inexistant. On s'attendrait à ce qu'un marché efficient corrige le tir et ajuste le prix, mais en cette ère d'investissement passif, il n'y a tout simplement pas assez de personnes pour effectuer ce travail. Prenons les billets de Centrus Energy (8,25 %, 2027). Cette société, qui fournit en uranium enrichi les centrales électriques de l'Amérique du Nord, bénéficie d'un monopole fort rentable. Les liquidités au bilan de Centrus s'élèvent à 3 fois l'encours de la dette et son bénéfice d'exploitation courant est de 40 fois les charges d'intérêts<sup>2</sup>. Un taux de rendement de 8,8 % semble trop élevé pour une émission de cette qualité, mais nous l'acceptons avec joie.

**Titres liés aux actions en période de faiblesse des cours :** Une occasion fantastique peut se matérialiser lorsqu'une entreprise fondamentalement sous-évaluée est obligée de refinancer ou de prolonger une obligation convertible à un moment où ses actions se négocient à des cours fort peu élevés. Récemment, nous avons constaté la présence de nombreuses telles occasions auprès d'émetteurs comme OPKO Health Inc, Cineplex Inc et Equinox Gold Corp. Les investisseurs boursiers pourraient se montrer blasés devant d'éventuels rendements de 50 à 100 %, mais dans le monde du revenu fixe, ces occasions modélisées sont spéciales, car un prix au pair peut servir de plancher solide à un titre de créance bien couvert.

**De meilleures souricières :** Comme tout vétéran du marché obligataire vous le dira, l'analyse traditionnelle des titres implique de porter une chemise blanche bien amidonnée et de se pencher sur l'ensemble des documents financiers produits par l'entreprise depuis ses débuts. Nous n'émettons aucun jugement sur ce qui a pu fonctionner par le passé, mais nous avancerons qu'en privilégiant trop cette approche, certaines occasions peuvent nous échapper. Qu'en est-il de cette entreprise aux mesures d'endettement un peu trop élevées qui vient de mettre au point une meilleure souricière et qui devrait profiter d'une croissance solide au cours des prochaines années? Cette société déposera des résultats financiers toujours plus sains, si bien que ses prix obligataires se rétabliront en conséquence. Prenons ici l'exemple des obligations convertibles de Stem Inc. (0,5 %, 2028) qui, selon nous,

---

<sup>2</sup> Source : Rapport de société de Centrus Energy.



connaîtront une appréciation de bien supérieure aux niveaux actuels dans les 40, car la position importante de l'entreprise dans le domaine émergent des systèmes d'exploitation de batteries à grande échelle sera éventuellement évaluée à sa juste valeur.

Le monde dénombre plus d'un type d'occasions. Et dans le vaste univers diversifié des titres de créances de sociétés, nous estimons qu'il existe plusieurs façons de passer le fil d'arrivée vainqueurs.

### Activités du portefeuille

Nous avons récemment créé une participation dans les obligations convertibles de Revance Therapeutics Inc. de 2027. Revance fabrique DAXXIFY, un traitement pour les soins de la peau qui fait concurrence aux produits fort populaires à base de Botox de l'entreprise AbbVie Inc. Comme l'effet du produit DAXXIFY dure un peu plus longtemps, il a été en mesure de gruger des parts de marché; les marges brutes en dollars de Revance ont plus que doublé au cours des deux dernières années<sup>3</sup>. Selon nous, la société vaut bien plus que sa dette de 287 millions \$. Celle-ci se négocie à environ 67 et offre un taux de rendement d'environ 17 %.

Nous avons également mis en place une position dans les obligations garanties de Porch Group Inc. Porch fournit une plateforme logicielle qui relie les services de transaction à domicile, comme ceux d'inspection des maisons ou de déménagement. La société a titubé quelque peu ces dernières années en raison de mésaventures dans la souscription d'assurance habitation. Maintenant que cet écart a été corrigé et que la société jouit d'une solide encaisse et d'une équipe de direction bien alignée, les obligations de la société devraient se rétablir et dégager un taux de rendement d'environ 18 % (sur une base garantie).

### Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 8,7 % au 30 avril, le taux de rendement actuel s'établissant à 5,4 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,8 années. Il comporte une pondération de 4,4 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 0,5 % du portefeuille total au 30 avril.

## Geoff Castle

6 mai 2024

---

<sup>3</sup> Source : Rapport de société de Revance Therapeutics Inc.

