

## Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

---

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a récolté en mai un de ses meilleurs rendements mensuels, soit 2,5 %<sup>1</sup>. Certains éléments catalyseurs afférents au crédit ont éperonné les rendements, le tout en contexte généralement favorable pour les obligations.

Parmi les contributions clés au portefeuille du Fonds ce mois-ci, on retrouvait celles des obligations convertibles de Novavax Inc. En effet, celles-ci ont grimpé de 80 % après la vente importante d'intérêts commerciaux à Sanofi SA : une issue extrêmement favorable pour le Fonds. Les péripéties de cette transaction sont d'ailleurs présentées en détail plus loin. Notre position de longue date dans les actions privilégiées de Fannie Mae a également bondi de plus de 20 % en mai, les investisseurs s'attendant à ce que l'entreprise approche la fin de sa tutelle (mise en place durant la crise financière) à la suite des élections américaines en novembre prochain. Par ailleurs, les obligations de Lucid Group Inc., Emergent BioSolutions et OPKO Health Inc., aussi en hausse de plusieurs points, ont alimenté la performance du Fonds. Finalement, les actions privilégiées de nombreuses entreprises canadiennes ont également mis la main à la pâte avec des gains de plus de 5 % en mai.

Cependant, ces bons coups ont été quelque peu amortis par la faiblesse des titres de créance dans la structure de capital d'EchoStar Corp. Cette situation met en relief les difficultés d'un émetteur riche en actifs, mais pauvre en liquidités qui doit composer avec des échéances importantes à très court terme. Exception faite de la volatilité, nous estimons qu'un redressement au pair dans notre position de premier rang dans la filiale rentable Hughes Satellite d'EchoStar est possible. Notre participation à la structure de capital d'American Tire Distributors Holdings Inc. a également souffert d'un résultat inférieur à celui prévu sur le plan des bénéfices trimestriels.

### **Comment réaliser un gain de 80 % sur les obligations de Novavax en moins de six mois**

Notre succès retentissant avec les obligations de Novavax vaut la peine d'être expliqué plus en détail. Un avoir antérieur peu conséquent, Novavax a de nouveau attiré notre attention en décembre 2023 lorsque nous avons constaté que les obligations convertibles de 2027 de la société s'offraient dans les 50 cents le dollar moyennant un taux de rendement de 20 %. Nous avons estimé que Novavax, nanti de plus de 550 millions en espèces, serait en mesure de rembourser sa seule et unique dette, soit des obligations convertibles d'une valeur de 175 millions venant à échéance en 2027. À ce moment-là, une nuée de mauvaises nouvelles assaillait la compagnie. Elle a dû composer avec une demande en chute libre pour son vaccin contre la COVID et a également fait l'objet d'une réclamation pour non-livraison de la part de GAVI (l'Alliance mondiale pour les vaccins et l'immunisation) de l'ordre de 700 millions, une entité qui achète des vaccins pour les pays en voie de développement. En

---

<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.

décembre, nous avons pensé que GAVI, organisation créée par la Fondation Bill et Melinda Gates, ne négocierait pas de façon intransigeante avec ce pionnier du vaccin anti-COVID, d'avis qu'un accord favorable entre les deux était possible. Sur cette base quelque peu spéculative, nous avons créé un enjeu de 0,5 % dans les billets de Novavax échéant en 2027.

En février de cette année, un accord entre GAVI et Novavax a été conclu en vertu duquel la composante en espèces de la réclamation de GAVI a été drastiquement réduite à 75 millions \$. À ce moment-là, les risques de faillite semblaient moins probables et nous en avons profité pour plus que tripler notre participation dans les billets de 2027 de Novavax, lesquels étaient encore assortis d'un taux de rendement à l'échéance de 20 %.

Nous n'avions certainement pas prévu ce qui s'est produit par la suite. Dans les mots de notre ami Lee Matheson, de bonnes choses arrivent aux actions bon marché. C'est ainsi que le 10 mai, Sanofi et Novavax ont conclu une entente de 1,4 milliard \$ aux termes de laquelle le principal produit en développement (vaccin combiné anti-COVID) de Novavax a essentiellement été transféré à la multinationale française. Les actions de Novavax ont pris leur envol, passant de moins de 5 \$ à plus de 14 \$, un niveau bien au-delà du prix de conversion pour l'obligation que nous avons établi à 12,50 \$. Nous avons ainsi été en mesure de vendre notre position entière à un prix quelque peu supérieur au pair, générant un rendement de plus de 80 % par rapport à notre coût, représentant plus de 1,2 % du Fonds dans son ensemble. Pas mal du tout pour un labeur qui n'aura duré que quelques mois seulement! Le coup de chapeau doit être donné à ma collègue Parul Garg qui a travaillé d'arrache-pied pour comprendre le dossier compliqué et risqué de cette entreprise, un dossier que de nombreux concurrents dans le marché du crédit ont manifestement raté.

### Nouvelles positions

Bien que nous tirions un grand plaisir à raconter l'histoire de Novavax, nous savons que nous travaillons aussi pour le compte des porteurs de parts qui investissent *aujourd'hui* dans le Fonds. Par conséquent en mai, nous avons continué à renchérir dans les zones où le potentiel de risque/rendement était le plus intéressant.

Parmi ces zones d'intérêt, on retrouve le secteur récemment impopulaire des matières du groupe des terres rares. Au cours du mois, nous avons augmenté notre pondération dans les obligations convertibles de 2030 de **MP Materials Corp.** Cette société du Nevada extrait et raffine une variété d'éléments du groupe des terres rares, comme le néodyme qu'elle transforme en aimants qui alimentent les moteurs de véhicules électriques, entre autres. MP est assortie d'un bilan financier solide, le poste des espèces et des placements à court terme s'élevant à 946 millions \$, soit un peu plus que l'encours de sa dette. La société est bien placée puisqu'elle occupe le deuxième rang parmi les producteurs mondiaux de matières du groupe des terres rares et le premier rang dans l'hémisphère occidental. Selon nous, un redressement du prix des matières premières pourrait entraîner un rendement potentiellement dans les deux chiffres pour nos titres convertibles, lesquels affichaient un prix près du pair à la fin du mois.



Parmi les autres ajouts, on trouve un élément plus défensif. En effet, nous avons additionné notre pondération dans les billets de premier rang non garantis de **Thomson Reuters** (2025) d'un peu plus de 1 %. Les activités principales de Thomson Reuters, soit l'apport de données et de produits de recherche essentiels pour les professionnels juridiques, fiscaux, comptables et autres, sont hautement rentables et difficiles à remplacer. Le bilan financier de l'entreprise est extraordinairement solide, l'encours total de la dette représentant à peine 4 % de sa capitalisation boursière. Le résultat opérationnel couvre les charges d'intérêts par une marge de plus de neuf fois. Nous considérons que la probabilité de défaut sur un an de la société se situe à moins de 0,01 %. Les billets en dollars canadiens de Thomson (2025) versent un taux de rendement d'un peu plus de 5 % et font partie de la réserve liquide du Fonds.

### Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 7,8 % au 31 mai, le taux de rendement actuel s'établissant à 5,1 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,6 années. Il comporte une pondération de 4,2 % 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 31 mai.

**Geoff Castle**

5 juin 2024

