

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender s'est avancé de 1,2 %¹ en juin, un bon résultat compte tenu du contexte actuel sur le marché des titres de créance nord-américain.

Notre position dans les prêts à terme de McDermott International Ltd., qui a tiré profit d'un gain de 30 % en juin, a été l'un des moteurs de notre rendement. McDermott a commencé à avoir de meilleurs résultats d'exploitation lorsque le secteur des infrastructures énergétiques, son marché cible, s'est redressé et qu'elle a pu récolter les fruits d'un bilan réorganisé et de contrats à prix coûtant majoré. Tout aussi bénéfique a été notre position dans les obligations de premier rang de Hughes Satellite Systems Corp., qui ont monté de plus de 14 % en juin. Hughes a conclu un important contrat qui lui a permis d'accroître ses activités sous-jacentes. De plus, les obligations ont également tiré avantage d'information voulant qu'un groupe de porteurs de parts s'affaire à défendre les sûretés accessoires contre les entreprises prédatrices d'Echostar Corp., sa société mère à court de liquidités.

Bien que le mois ait été satisfaisant, le Fonds a remarqué quelques éléments plus faibles en son sein. Parmi ceux-ci figurent quelques positions dans des sociétés émettrices produisant des matériaux pour l'industrie de l'énergie propre. Nos actifs dans Sibanye Stillwater, une minière de métaux du groupe du platine, et dans MP Materials, une entreprise de traitement des terres rares, ont décliné en juin de concert avec ce secteur. Nous aimons ce secteur au fort potentiel de croissance à long terme et continuons d'y acquérir des positions.

Prendre un avion à destination de la sécurité depuis l'aéroport de l'incertitude

« Être où je suis n'est rien », dit Macbeth en songeant à son accession sanguinaire au trône d'Écosse, « si l'on n'y est en sûreté. » (Traduction de François Guizot) Par ces quelques mots, le Barde décrit assez bien l'état d'esprit des nombreuses personnes soi-disant fortunées qui étudient le paysage actuel de l'investissement.

Car c'est une chose de se savoir riche, mais c'en est une toute autre d'être certain de le demeurer à tout jamais. Avec tous ces bouleversements économiques, géopolitiques et aussi dans notre environnement matériel, s'installer confortablement pour au moins dix ans sinon plus n'est pas une mince tâche. Si vous deviez vous « envoler vers la sécurité », dans quel avion monteriez-vous?

Si l'on se fie à la popularité des certificats de placement garanti (CPG), on peut en déduire que, selon le consensus, le meilleur avion est celui qui permet de protéger une part fondamentale de la valeur nominale du portefeuille. Sage décision en effet, diront certains, d'ainsi s'assurer de pouvoir faire face aux dépenses de l'année en cours. Mais à mesure que nous voyageons à travers le pays et tombons sur tous ces livres mettant en garde contre les

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.

faibles rendements des CPG, nous ne pouvons que nous demander si la foule ne rate pas quelque chose.

Inutile d'être économiste pour remarquer qu'au fil du temps, en finances, les nombres ne cessent d'augmenter. N'écoutez-nous pas avec incrédulité nos grands-parents parler de hamburger à 10 cents dévorés en regardant un film à 5 cents? Mais, de nos jours, ce sont nos propres histoires d'appartements de Vancouver loués 700 \$ qui font naître ce même genre d'exclamations et de rires. Se pourrait-il que les investisseurs se concentrent trop sur la perte possible de valeur nominale et pas assez sur l'érosion de la valeur réelle? Dans un monde où le risque est associé à la guerre, aux catastrophes naturelles ou au démantèlement des institutions, se consacrer à maintenir son pouvoir d'achat nominal est-il le seul moyen de protéger ses billes?

Dans notre approche en matière d'investissement sûr, nous prenons en compte la vraie valeur de la garantie ou la valeur de l'entreprise derrière l'obligation, le prêt ou un autre instrument de crédit. À notre avis, il peut être plus sûr de gagner 10 % en une année en étant soutenu par un bien en garantie valant cinq fois la dette de l'entreprise que de récolter 5 % sur une base garantie. En fait, pour qui veut préserver son pouvoir d'achat, il peut être préférable de détenir une obligation de 0,50 \$, avec un bien solide donné en garantie de 2,00 \$ l'unité, que de faire rouler une garantie de 5 %.

Nous savons fort bien que le risque de défaut de paiement n'est pas une considération négligeable. Et bien sûr, nous consacrons une grande part de nos heures de travail à évaluer les risques en matière de crédit des actifs du Fonds. Mais l'érosion du pouvoir d'achat est aussi un risque. Sur le marché actuel, plusieurs autres instruments semblent offrir une protection relativement bon marché de la valeur réelle assortie d'une protection substantielle contre les baisses. L'argent comptant et les CPG ne sont ni les seules ni les meilleures destinations sûres.

Nouvelles positions

En juin, nous avons prolongé un prêt sur cinq ans de 25 millions \$ à Conifex Timber Inc., une société de produits forestiers cotée en bourse établie au nord de la Colombie-Britannique. Conifex exploite aussi une installation de production d'énergie à partir de la biomasse dont l'électricité est vendue dans le cadre d'une entente à long terme en matière d'alimentation énergétique avec BC Hydro. Le prêt amorti a été consenti contre un taux d'intérêt de 14 % et est garanti par les actifs forestiers de l'entreprise. De plus, en guise de contrepartie, le Fond a reçu 3,6 millions en bons de souscription d'action dont le prix d'exercice est de 0,75 \$ la part.

Bien que Conifex doive relever plusieurs défis, et le bas prix du bois n'en est pas le moindre, nous croyons que l'entreprise possède plusieurs atouts sur le plan du crédit à long terme, dont les droits de récolte forestière dans l'une des régions les plus riches en cette matière de la Colombie-Britannique. Nous croyons que cette position est bien soutenue par les biens donnés en garantie et que les bons de souscription offrent la possibilité de la rendre meilleure.



Toujours en juin, nous avons acheté une position dans les billets 2026 de premier rang non garantis d'Arise Mining Corp. Arise exploite Segovia, une mine à haute teneur en or de Colombie ayant généré plus de 130 millions \$ de flux de trésorerie disponible au cours des 12 mois précédant le 31 mars. Avec une dette nette d'à peine 230 millions \$ et un imposant portefeuille d'actifs miniers dont la valeur comptable est supérieure à 900 millions \$, nous estimons que les plus ou moins 10 % que rapportent la dette d'Arise constituent un ratio risque-rendement intéressant.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 8,7 % au 30 juin, le taux de rendement actuel s'établissant à 5,8 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 4,3 années. Il comporte une pondération de 3,8 % dans des titres en détresse dont les positions sont détenues en vue d'une valeur cible inférieure au pair et dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 0,9 % du portefeuille total au 30 juin.

Geoff Castle

8 juillet 2024

