

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 1,1 %¹ en octobre, un résultat bienvenu considérant les performances négatives des indices à rendement élevé et de catégorie investissement au cours de la période.

Parmi les gagnants mensuels, on notait la présence des obligations garanties de **Spirit Airlines Inc.** Celles-ci ont grimpé de plus de 20 points suivant l'annonce de la monétisation de ses aéronefs et la spéculation à l'égard d'associations éventuelles avec des compagnies aériennes au rabais concurrentes. Nos participations aux actions privilégiées de **Fannie Mae** et de **Freddie Mac** ont bien tiré leur épingle du jeu, les investisseurs ayant spéculé en vue des élections américaines, estimant qu'elles puissent servir d'élément catalyseur dans la réalisation de certaines valeurs. Suivant la majoration de ces titres, nous leur avons accordé une pondération légèrement réduite. Nous avons également tiré parti de la hausse à deux chiffres (en pourcentage) des obligations de **Lucid Group Inc.** Le capital-investissement graduel du fonds d'investissement public de l'Arabie Saoudite vient souligner le soutien implicite de ce royaume envers la structure de la dette de ce fabricant de voitures.

Cependant, l'ensemble de ces gains a été en partie grugé par le déclin généralisé des titres sensibles aux taux, ceux-ci ayant encore perdu des plumes à la suite de la réduction des taux d'intérêt opérée par la Réserve fédérale en septembre. Notre participation à la structure de capital d'**American Tire Distributors Holdings Inc.** a également souffert. Notre avoir dans le prêt à terme garanti d'ATD a considérablement dérapé lorsque la société s'est mise sous la protection du chapitre 11, sans crier gare, en plus d'une facilité agressive de débiteur-exploitant qui a changé le privilège de notre position de manière désavantageuse. Quand on nage avec les requins, on risque de se faire mordre, dit-on. Eh bien, on s'est fait mordre. Nous n'avons toutefois pas abandonné et travaillons d'arrache-pied pour améliorer la somme à recouvrir de cet avoir. Un potentiel de hausse pourrait dépasser de façon significative notre petite pondération actuelle en portefeuille de 0,2 %.

2025 arrive à grands pas... quelle est votre stratégie?

Tandis que nous réfléchissons sur l'année qui arrive, notre stratégie se résume de façon fort simple : **sécurité + opportunité**, en quantité comparable.

Sécurité : on ne cherche pas la sécurité parce qu'on a peur ni parce qu'on s'attend à de terribles choses à l'avenir. Nous recherchons ces positions, car nous savons que la panique et les crises se pointent le bout du nez à l'occasion et nous voulons avoir de la poudre sèche pour être en mesure de charger nos canons lorsque les occasions se présenteront.

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.

Pour le volet axé sur la sécurité, nous choisissons des obligations liquides provenant d'émetteurs munis de modèles économiques relativement imprenables et d'un passif financier net minime. Le fournisseur d'indices **MSCI Inc.**, l'éditeur d'information commerciale **Thomson Reuters Corp.** et le monopoliste des inscriptions de domaines dot.com **Verisign Inc.** font partie de ce lot. Selon l'échéance et tout en tenant compte du contexte actuel, des positions créancières comme celles-là versent des taux de rendement de 4 à 6 % et trouvent rapidement preneurs sur le marché.

Opportunité : dans le cadre de ce volet, nous allons là où notre opinion diffère de celle du marché et là où nous estimons être en mesure d'obtenir des rendements de bien supérieurs à ceux du volet sécurité.

Parmi ces occasions, notons le fait que les taux d'intérêt réels élevés de la fin de 2024 risquent de ne pas durer. Nous ne savons pas si l'inflation s'accélérera de nouveau ou si les taux de rendement vont baisser, mais nous nous attendons à ce qu'une combinaison quelconque des deux se produise. Parmi les titres qui tirent avantage d'un contexte de faibles taux d'intérêt réels, on retrouve les **TIPS** et les **obligations canadiennes à rendement réel**. En 2024, ces titres indexés à l'inflation se sont négociés près des taux de rendement réels les plus hauts de la dernière génération. Quelque chose doit lâcher et nous pensons que les TIPS et les obligations à rendement réel à plus long terme sont bien placés pour en profiter.

Les bénéficiaires potentiels d'un déclin des taux d'intérêt réels, si l'histoire peut servir de guide, pourraient s'avérer les titres sensibles aux actions dans le secteur des métaux précieux. L'or peut sembler plutôt onéreux, mais les sociétés minières aurifères semblent pour leur part extrêmement bon marché. Donc, d'importantes positions dans les obligations convertibles d'**Equinox Gold Corp**, **SSR Mining Inc**, et **First Majestic Silver Corp** nous procurent une posture favorable advenant une montée du secteur des métaux précieux, le tout en conservant une protection adéquate contre les risques de baisse.

Dans le volet opportunité, on a tendance à moins s'attarder aux stratégies macroéconomiques. En effet, on y trouve deux douzaines de structures de capital individuelles qui se négocient en territoire de stress et de détresse. Ce thème ne fait pas intervenir de secteur d'activité particulier, puisque **Cineworld Group PLC**, l'exploitant de salles de cinéma a peu en commun avec **Lucid Group Inc**, le fabricant de voitures électriques. Leur caractéristique commune, du moins au moment de l'achat, se traduit plutôt par une impopularité extrême auprès des investisseurs. Or, nous avons appris au cours des années que **le capital remporte des rendements plus élevés lorsqu'il est rare**.

Finalement, dernier volet du portefeuille opportunité, on retrouve ce que nous appelons pour faire court « rendement en date de X », le X représentant une date de rachat ou le moment d'un refinancement hâtif prévu. Comme nous l'avons si bien démontré cette année avec le rachat hâtif des obligations d'**Athabasca Oil Corp** et **Aris Mining**, une obligation à rabais avec un taux de rendement de 7 ou 8 % pourrait verser un rendement réel d'environ 15 % si elle est rachetée à une date de rachat qui devance de beaucoup celle de l'échéance.

Les données standards sur le rendement des fonds de titres à revenu fixe Pender sont présentées ici :

<https://www.penderfund.com/fr/fonds-revenu-fixe/>

Ce commentaire comporte un Avis de non-responsabilité, que vous pouvez consulter ici : <https://www.penderfund.com/fr/avis-de-non-responsabilite/>

© Copyright Gestion de capital PenderFund Itée. Tous droits réservés, novembre 2024.



Notre niveau d'activité dans la catégorie « rendement en date de X » dépend dans une certaine mesure des conditions de marché. Cependant, sur la route de 2025, ce groupe représente environ 10 % du portefeuille du Fonds d'obligations de sociétés Pender.

Nouvelles positions

En octobre, nous avons créé une participation dans les obligations de 2026 et 2028 de **Fair Isaac Corp.** Cette société est assortie d'une bastille unique dans le milieu des services d'analyse du crédit et les services logiciels connexes. Son score FICO exclusif est utilisé par la majorité des prêteurs nord-américains, y compris les banques, les coopératives de crédit et les sociétés hypothécaires, pour évaluer les demandes de crédit des consommateurs. Cette entreprise est fort rentable : son résultat d'exploitation s'établit à sept fois les charges d'intérêts brutes au cours des 12 derniers mois. Nous considérons que la probabilité de défaut sur un an de cet émetteur coté BB+ se situe à moins de 0,1 %.

Également en octobre, nous avons mis sur pied une position dans les obligations convertibles à fort rabais de **Cardlytics Inc.** La société exploite des affaires publicitaires au sein d'applications bancaires exclusives, partageant ses revenus avec ses partenaires, notamment les institutions financières de premier plan aux États-Unis. Certains investisseurs se sont montrés impatients avec la progression lente de la société vers la rentabilité, aussi des obligations convertibles récemment émises ont sombré aussi bas que 0,50 \$ le dollar cet été. Nous estimons cependant que la société a le potentiel de devenir rentable et de générer des flux de trésorerie une fois que son partenariat avec American Express se concrétisera en 2025.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 7,8 % au 31 octobre, le rendement actuel s'établissant à 5,4 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,5 années. Il comporte une pondération de 4,2 % 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 et les fonds de roulement à court terme représentaient un déficit de 1,3 % au 31 octobre, principalement en raison d'une évaluation à la valeur de marché négative de nos couvertures de change. Celle-ci est toutefois compensée, dans la valeur liquidative du Fonds, par la valeur plus élevée des titres détenus.

Geoff Castle

8 novembre 2024

