

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a profité d'un autre mois rentable en juillet avec un rendement de 2,6 %¹. Plusieurs éléments catalyseurs précis, notamment l'acquisition d'un de nos avoirs, ont nourri la performance de juillet. Entretemps, une réduction des taux de la Banque du Canada et les prévisions d'une démarche comparable du côté de la Réserve fédérale ont généralement favorisé le marché obligataire, donnant un coup de pouce additionnel à notre portefeuille par la même occasion.

Parmi les contributions clés au portefeuille du Fonds pendant la période, on retrouvait celles des obligations convertibles de Desktop Metal Inc. En effet, celles-ci ont grimpé de 50 % après l'annonce d'une offre d'acquisition. Les billets venant à échéance en 2028 d'Emergent BioSolutions Inc. ont également grimpé de 20 % après que la société a décroché un important contrat et procédé à la vente de certains actifs. Nous avons réduit notre participation à Emergent qui, depuis février, a joui d'une hausse (de la mi-trentaine à la mi-70). Le Fonds a également profité de la remontée des obligations convertibles de Lucid Group, Inc. et d'OPKO Health Inc., les éléments catalyseurs ayant déclenché des gains de plus de 10 % en juillet.

Peu de titres ont faibli en juillet, mais on a constaté une certaine mollesse soutenue du côté des prêts à terme d'American Tire Distributors (ATD). Les retombées persistantes des perturbations dans la chaîne d'approvisionnement de l'année dernière, combinées aux coûts associés aux taux d'intérêt plus élevés de sa dette à taux variable, ont miné les flux de trésorerie d'ATD. Nous estimons toutefois que ces problèmes se régleront plus tard au courant de l'année.

Les fruits de l'impopularité

Lorsqu'on examine certains des titres gagnants de juillet, nous nous rappelons combien il est important pour nous de faire enquête sur les structures de capital des sociétés défavorisées. La plupart des gains importants de ce mois-ci émanent d'occasions engendrées par des périodes d'impopularité sur plusieurs années, lesquelles ont entraîné une vente sans discernement par les autres investisseurs. Avant l'annonce de l'acquisition de Desktop Metal, les actions de celle-ci ont touché un creux, en perte de vitesse de 99 % par rapport au sommet de 2021. Lucid Group (-96 %), Emergent BioSolutions (-99 %) et OPKO Health (-96 %) ont toutes connu des déclinés comparables par rapport à leurs sommets.

Les bouleversements sur les bourses occasionnent souvent des prix obligataires réduits. Et par conséquent, les obligations émises au pair par Desktop il y a à peine quelques années

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.

ont chuté à 0,50 \$. La dégringolade de Lucid et Emergent se situait dans les 0,30 \$. Dans le cas d'OPKO, pour assurer sa liquidité, la société a dû émettre des obligations convertibles à un prix d'exercice de 1,15 \$. Il s'agissait là d'un escompte béant par rapport à notre évaluation de la juste valeur raisonnable d'environ 2 \$ la part d'OPKO.

Toutefois, en dépit des faibles prix obligataires, on a constaté que ces structures d'endettement demeuraient solides. Lucid dispose de réserves liquides suffisantes et bénéficie du soutien du fonds d'investissement public de l'Arabie Saoudite (au portefeuille bien garni). OPKO avait un enjeu notable dans la franchise en pleine croissance de Pfizer axée sur les hormones de croissance. Desktop Metals disposait des capacités de production des composantes en métal très courues pour l'industrie émergente de l'impression en 3-D. De son côté, Emergent commercialisait Narcan, la thérapie en forte demande pour la récupération en cas de surdose, entre autres choses.

Dans chaque cas, on observait une réelle valeur commerciale durable. Cependant, les émetteurs ont été entraînés dans une spirale de prix qui relevait davantage des actionnaires, qui en étaient à liquider leurs pertes, que des données fondamentales de ces entreprises. À la fin de leur déclin, peu de personnes ont voulu investir même dans les titres de créance de ces émetteurs, peu importe le prix. Bien souvent, nous sommes seuls à enchérir sur les obligations, ce qui est une position agréable, car le capital rapporte des rendements plus élevés là où il est rare.

Les hausses de prix des obligations ce mois-ci sont le résultat (enfin!) de facteurs fondamentaux qui ont pris le dessus sur l'humeur générale des investisseurs. Desktop Metals a accepté l'offre d'acquisition. Emergent BioSolutions et OPKO ont toutes deux profité de transactions qui ont ancré la valeur de leurs actifs. Puis Lucid a tiré parti, par inférence, de l'investissement de 5 milliards \$ par Volkswagen dans une coentreprise qui fait concurrence à Rivian Automotive, son rival dans le domaine des véhicules électriques. Au diable la popularité, les sociétés bon marché ont maintenant leur place au soleil.

Nouvelles positions

Juillet s'est avéré un mois occupé sur le plan des transactions en portefeuille : l'équipe a découvert plusieurs nouvelles opportunités intéressantes.

Parmi les plus prometteuses, on retrouvait **Spirit Airlines Inc.** avec ses billets garantis (8 %, septembre 2025). Spirit s'est retrouvé en difficulté dans le sillage de sa fusion annulée avec une autre compagnie aérienne à bas prix JetBlue Airways Corporation, et ses billets à 8 % ont récemment été négociés à environ 60 % de leur valeur nominale. Toutefois, Spirit s'appuie sur de solides bases pour son crédit, y compris un avoir liquide de plus de 700 millions \$ et 73 avions qu'elle détient, plusieurs de plein droit. Selon nous, les biens adossés à ces billets sont suffisants pour permettre un redressement ou pour améliorer considérablement leur valeur transactionnelle dans l'éventualité où les porteurs négocieraient une échéance plus longue avec la société.

Nous avons également ajouté une position dans les billets convertibles de **PNM Resources Inc.** (5,75 %), un opérateur de services publics du Nouveau-Mexique. Le cours boursier de



PNM s'est récemment effondré après l'échec d'une tentative d'acquisition. Nous aimons la qualité du crédit BBB de PNM, dont les activités sont entièrement axées sur des actifs de services publics réglementés au Nouveau-Mexique et au Texas. Comme le cours boursier de PNM se situe à moins de 15 % au-dessus du prix de conversion, l'obligation convertible propose un potentiel intéressant sur le plan des actions. Entretemps, le revenu en espèces de plus de 5 % procure une protection raisonnable contre les baisses de prix.

Également en juillet, nous avons établi une position dans **Energean PLC** (6,5 %, 2027), un producteur actif de pétrole et gaz naturel de la région méditerranéenne. Energean a récemment conclu une entente visant la vente de ses actifs égyptiens, italiens et croates à Carlyle International moyennant 820 millions \$, dont 450 millions \$ serviront à rembourser ces billets. Nous estimons que les obligations, évaluées au rabais par rapport au pair, sont intéressantes à titre de placement à court terme.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 7,7 %, au 31 juillet, le rendement actuel s'établissant à 5,4 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 4,4 années. Il comporte une pondération de 4,0 % 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 2,1 % du portefeuille total au 31 juillet.

Geoff Castle

7 août 2024

