

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 0,9 %¹ en février au cours d'un mois qui fut somme toute positif pour le marché obligataire dans son ensemble.

Parmi les titres gagnants ce mois-ci, on retrouvait quelques offres en détresse, notamment les obligations de Spirit Airlines, Inc., lesquelles ont grimpé après que Frontier Airlines, un concurrent, a soumis une offre d'acquisition pour la société en restructuration. Des positions obligataires convertibles clés ont également bien tiré leur épingle du jeu. Ce fut le cas notamment d'OPKO Health, Inc. qui a joui d'une remontée de plus de 160 % par rapport à sa valeur au pair. À la lumière de ces gains, nous avons réduit notre enjeu dans Opko, lequel avait été créé au pair il y a un an. Des titres de catégorie investissement à plus longue échéance ont aussi bien fait pendant le mois sachant que les taux le long de la courbe ont reculé pendant le mois.

En revanche, quelques positions en lien avec l'énergie propre, comme Stem, Inc. et Sunnova Energy International Inc., ont retranché une partie des gains réalisés. Notre position dans les titres de créance de BioSolutions, une entité qui dépend des affaires gouvernementales, a également fléchi devant les risques que posent présentement les activités contractuelles du gouvernement fédéral américain. Nous estimons cependant que nos positions dans ces domaines sont bien étayées par des valorisations d'entreprises attrayantes.

Une grande rotation en perspective

Amour du risque. Aversion au risque. À écouter les conversations des négociateurs boursiers, on pourrait croire que c'est ainsi que se comportent les marchés financiers. Apparemment, il y aurait « de bonnes journées » lorsque les actifs risqués grimpent, et « de mauvaises journées » lorsque les actifs risqués chutent. Ils diront également que le risque est soit long, soit court. Mais la vie en réalité est un peu plus compliquée.

Il serait plus juste de dire qu'il y a des moments où les titres boursiers ou obligataires qui mènent la charge effectuent une rotation dans d'autres secteurs, d'autres catégories d'actifs ou d'autres entreprises. L'effondrement de **Cisco Systems, Inc.**, qui se négociait à 80 \$ l'action le 27 mars 2000, a-t-il sonné le glas de toutes les actions nord-américaines de l'époque? Ce n'était certainement pas le cas pour **Duke Energy Corporation**. Les actions de ce fournisseur de services publics réglementés avaient fait du surplace pendant quatre années au printemps de 2000 et pourtant, pas moins de 12 mois plus tard, ses actions étaient passées de 44 \$ l'action à plus de 80 \$ l'action. Le marché boursier de 2000 n'est pas mort, il a simplement passé le bâton à un autre secteur.

Et cette illustration nous ramène aux réalités du marché actuel. Certaines actions, particulièrement les actions de grandes sociétés américaines de croissance, sont

¹ Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds, à moins d'indication contraire. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents.

extrêmement dispendieuses. Parallèlement, les écarts de crédit des obligations à rendement élevé d'émetteurs américains de plus grande taille touchent des niveaux parmi les plus bas de la dernière décennie. Cependant, l'élan fulgurant de ce peloton de tête perd de son élan d'aller. **Nvidia Corporation**, une société de toute évidence populaire qui exploite dans le domaine de l'intelligence artificielle (IA), a vu ses actions faire du surplace au cours des huit derniers mois. Les écarts de l'indice américain à rendement élevé sont dans les faits de 20 points de base plus élevés qu'ils ne l'étaient il y a 90 jours.

Le marché boursier serait-il sur le point d'effectuer une rotation à son sommet? Le cas échéant, quels secteurs et quelles catégories d'actif constitueront le prochain bassin d'occasions par excellence?

Nous aimons penser que les meilleures occasions issues d'une telle rotation arrivent souvent du « champ gauche », c'est-à-dire qu'elles tendent à être extrêmement bon marché et largement dédaignées par les investisseurs professionnels. Tout le monde en ce moment ne parle que d'IA, mais qui s'intéresse aux réserves de pétrole et gaz naturel? Qui compare le ratio de l'or dans les coffres par rapport à l'or dans le sol, ratio qui se retrouve dans le prix des actions de métaux précieux et d'obligations convertibles associées? Qui a remarqué que l'effondrement des sociétés d'ingénierie et de construction, causé par la crise du crédit, a entraîné une modification des normes sur le plan des contrats dans ce secteur, délaissant d'un côté les ententes à prix fixe en faveur d'ententes « coûts-plus » beaucoup plus avantageuses pour les entrepreneurs? Et tandis que la grippe aviaire continue de semer la pagaille chez les éleveurs de poulets et de bétail, qui porte attention à la valeur d'échange des titres de créance de Beyond Meat, Inc., meneur dans les produits de substitution à la viande?

Dans les coins sombres obscurcis par la lumière éblouissante de la bulle technologique, nous sommes d'avis que plusieurs marchés mal suivis commencent à s'agiter. Les meneurs du marché sont morts! Vive les nouveaux meneurs du marché!

Nouvelles positions

En février, nous avons ajouté une position dans les billets convertibles rachetables au gré du porteur de **NIO Inc.**, un fabricant de véhicules électriques de Shanghai. Selon nous, le marché des véhicules électriques est maintenant viable à long terme et NIO, une société bien capitalisée, est en bonne posture pour s'approprier des parts à l'échelle mondiale, portée par de nombreux avantages technologiques et de marché. Comme ses soldes liquides récents dépassent sa dette totale, et sachant que son chiffre d'affaires s'accroît rapidement, nous nous attendons à ce que NIO soit en mesure d'honorer les rachats au gré du porteur à l'aide de ses billets libellés en dollars. À l'acquisition, notre position obligataire dans NIO a versé un taux de rendement de 15 % moyennant des dates de rachat en 2027 et 2028.

Aussi en février, nous avons créé une position dans les billets convertibles (2028) de **PPL Corporation**. PPL est une société de services publics réglementés de la Pennsylvanie qui a également des filiales au Kentucky, en Virginie et au Rhode Island. Nous aimons les caractéristiques défensives du crédit de cet émetteur solide de catégorie investissement,



surtout lorsqu'on considère en plus l'exposition au potentiel de hausse des actions ordinaires de PPL, lesquelles sont présentement sous-évaluées selon nous.

Les obligations de Moody's Corp. à plus longue échéance (3,1 %, 2061) représentent notre troisième nouvelle position en portefeuille. Nous aimons l'aplomb de Moody's dans le domaine de la notation du crédit où la situation de duopole procure une visibilité sur le plan des revenus et des marges. La structure de capital fort peu endettée de Moody's révèle un endettement net de moins de 7 % par rapport à la valeur de l'entreprise. Le BAIIA couvre les charges d'intérêts par une marge d'environ 10 fois pour l'année terminée le 31 décembre 2024, aussi nous estimons sa probabilité de défaut sur un an à moins de 0,01 %. À notre avis, cette position solide de catégorie investissement devrait tirer parti d'éventuels taux moins élevés le long de la courbe en 2025.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 6,37 %, au 28 février, le rendement actuel s'établissant à 5,12 % et la durée moyenne modifiée de ses instruments à terme de 3,77 années. Il comporte une pondération de 3,71 % 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 0,5 % du portefeuille total au 28 février.

Geoff Castle
Le 7 mars 2025

