

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 1,4 %¹ en janvier, période mensuelle qui s'est révélée relativement calme sur les marchés des titres à rendement élevé et de catégorie investissement.

Parmi les titres gagnants en portefeuille ce mois-ci, on retrouvait les billets à 8 % de Spirit Airlines Inc., lesquels ont grimpé de plus de 20 % avec la relance de l'offre d'acquisition de ce transporteur à escompte déjà sous la protection du chapitre 11 de la loi sur les faillites. On recensait également dans ce groupe gagnant les billets convertibles d'Equinox Gold Corporation et de Sibanye Stillwater Ltd, chacune de ces sociétés ayant affiché un gain d'environ 10 % grâce à la hausse du prix des métaux précieux et d'un marché plus clément pour les actions qui y sont associées. Les obligations canadiennes à rendement réel ont aussi bien tiré leur épingle du jeu.

Cependant, ces bons coups ont été quelque peu amortis par la faiblesse des obligations de Jervois Global Ltd. Ce raffineur de cobalt et promoteur minier d'Australie a annoncé une restructuration préarrangée sous la protection du chapitre 11 de la loi sur les faillites à la fin de janvier. Le prix du cobalt au cours de la dernière année a chuté pour toucher un creux en 20 ans, principalement en raison d'activités de dumping par les sociétés chinoises. Bien qu'une restructuration n'ait pas fait partie de nos plans à l'origine pour cette position, nous sommes toujours convaincus que l'issue sera favorable dans ce cas-ci.

Sur les renards et les hérissons et le chaos du moment

« Le renard sait beaucoup de choses, a affirmé le poète grec Archilochus, mais le hérisson sait une seule chose importante ».

Nous prenons quelques moments pour réfléchir à cette idée au beau milieu du flot d'informations déclenché par le changement de régime à Washington. Les renards du marché se sont affairés à déterminer les gagnants et les perdants des divers avis et dictats annoncés ou prévus du nouveau shérif en ville. Même s'il semble invraisemblable que les États-Unis mettent en place un programme de substitution des importations qui rappelle celui de l'Amérique latine dans les années 1970 et que, en même temps, le pays expulse dans les faits des millions de travailleurs agricoles productifs en raison de formalités administratives inadéquates, force est d'admettre que la situation est telle en ce moment. Ces vagues de « nouvelles » pour le moins houleuses et pleines d'imprévus ont de quoi donner le mal de mer, même aux investisseurs les plus aguerris.

C'est pourquoi envisager le marché actuel à la manière du hérisson nous semble beaucoup plus zen. Nous savons une seule chose importante : **le capital remporte des rendements plus élevés lorsqu'il est rare**. Nous continuons donc de rechercher les actifs et les sociétés utiles à long terme qui sont temporairement dédaignés par les investisseurs en raison de motifs passagers.

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.

Nous sommes par conséquent moins intéressés par tous les menus détails qui se cachent derrière les diverses crises de panique et ciblons plus intensément les dislocations de prix qui en résultent à l'autre extrémité.

En fait, les données qui attirent notre attention au fort de ce chaos mensuel ne sont pas exactement ce à quoi on s'attendrait. Nous remarquons par exemple :

- Les aéronefs de Spirit Airlines sont évalués à moins de la moitié de la valeur par aéronef d'entités comparables non touchées par une restructuration;
- La production minière de platine en 2025 devrait être de 10 % inférieure à la demande industrielle pour ce métal. Or, les multiples de ces sociétés minières sont évalués à des creux records; et
- Le taux d'intérêt réel sous-jacent aux TIPS américains à long terme s'établit tout près d'un sommet en 20 ans.

Nous nous penchons sur ce type de faits car, bien que les nouvelles qui sortent de la Maison-Blanche soient prenantes, l'information qui nous aide à réaliser des gains pour nos clients est davantage exploitable et axée sur les prix.

Nouvelles positions

En janvier, nous avons souscrit un nouveau placement de 20 millions \$ dans une obligation convertible nouvellement émise par B2Gold Corporation de Vancouver. B2, qui représente le deuxième chapitre dans la carrière de l'ancien PDG de Bema Gold, Clive Johnson, est un producteur d'or multipropriétés avec des opérations au Mali, en Namibie et aux Philippines, ainsi qu'un projet en devenir dans le nord du Canada. Nous aimons nos chances avec le titre convertible de B2Gold car, sur le plan du crédit, la société est relativement peu endettée, sachant que cette obligation de 460 millions \$ s'appuie sur une capitalisation boursière supérieure à 3 milliards \$. Selon nous, la mise en chantier de la mine Goose au Nunavut en 2025 devrait servir de catalyseur pour réduire les risques de l'entreprise, dont les actions ordinaires croupaient récemment à leur plus bas niveau en dix ans.

Également en janvier, nous avons renchéri sur notre participation aux titres à plus longue échéance afin de tirer parti de primes à terme relativement élevées et de certains des taux de rendement obligataires à long terme les plus élevés des 20 dernières années. Parmi ces positions, notons les bons du Trésor américain à 20 ans, un billet de Comcast Corporation de 2056 et un achat de TIPS américains de 2052, pour allonger notre position dans ce type de titres.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 7,3 % au 31 janvier, le rendement actuel s'établissant à 5,2 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,7 années. Il comporte une pondération de 2,9 % 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 -0,2 % du portefeuille total au 31 janvier.

Geoff Castle
7 février 2025