PENDER FIXED INCOME

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE — AOÛT 2021

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 0,7 %[1] en août dans un contexte mixte au sein duquel les écarts de crédit sont devenus plus étroits et les rendements des titres gouvernementaux quelque peu plus élevés.

Le rendement du Fonds a profité de la performance particulièrement solide de certains titres issus du secteur des navires, transportés par la constance des tarifs d'affrètement élevés qui ont insufflé un vent d'optimisme à ce secteur anciennement plutôt moribond. Nos participations dans les titres de créance d'**Eagle Bulk Shipping Inc.**, **Seaspan Corporation** et **SFL Corporation Ltd.** ont toutes affiché des gains. Le mois d'août a également mis en scène un rebondissement pour certaines de nos positions d'essai qui avaient souffert pendant la zone de calme estival, notamment **FTS International Inc.**, **McDermott International, Inc.** et **PHI Group, Inc** (opérateur d'une flotte d'hélicoptères).

Le Fonds a également bien tiré son épingle du jeu en ce qui a trait à sa participation impliquant la restructuration du bilan financier d'**Intercept Pharmaceuticals, Inc.** Avec l'échange de nos billets convertibles de rang supérieur non garantis, achetés à escompte important, contre des billets convertibles de premier rang, nous avons été en mesure d'afficher un gain en pourcentage dans les deux chiffres pour cette position. Nous avons également pu réduire considérablement notre prix d'attaque pour toute conversion possible à l'avenir dans cette action foncièrement survendue. Selon nous, Intercept a de bonnes chances de surprendre les investisseurs pessimistes puisque cette entreprise axée sur les traitements hépatiques est au seuil d'une année 2022 prometteuse sur le plan des éléments catalyseurs.

De l'autre côté de la médaille, on notait la présence de quelques positions moins généreuses pour le Fonds, dont les obligations de premier rang de **National CineMedia LLC,** lesquelles se sont inclinées sous le poids des craintes liées aux répercussions du variant Delta sur les activités de réouverture. Les billets convertibles d'**Esperion Therapeutics, Inc**. ont également essuyé un revers. Malgré une croissance assez robuste de ses bénéfices, issue de son médicament cardiovasculaire récemment approuvé, les billets convertibles à 4 % d'Esperion ont chuté autour de 65 % de leur valeur nominale, insinuant un rendement supérieur à 15 % à l'échéance de 2025. Nous estimons que la structure de capital d'Esperion est considérablement sous-évaluée, aussi nous avons profité de cette liquidation pour renchérir sur notre position.

Constitution de portefeuille – levons nos verres au Red Lion

En 1933, Albert Tarling, le barman innovateur en chef du populaire Café Royal à Londres a tenté une expérience. Avec en main une bouteille du très sucré Grand Marnier, Tarling a mélangé deux parties de cette liqueur avec une partie de jus de citron frais et une partie de jus d'orange. À son grand plaisir, l'acidité des jus a fait contrepoids à la douceur excessive du Grand Marnier. Il a ensuite ajouté à sa concoction deux autres parties de gin Booth et a mélangé le tout avec des glaçons.

Le cocktail qui en a résulté, appelé le lion rouge (Red Lion), est devenu une sensation! Peut-on donner à cette boisson tout le crédit d'avoir sorti la Grande-Bretagne de la Grande Dépression? Bien, ce serait probablement exagéré. Toutefois, lors de la compétition British Empire Cocktail de cette année-là, les juges ont tellement adoré que le Red Lion de Tarling a remporté le premier prix tant convoité.

Maintenant, il est vrai que le travail de barman et celui de gestionnaire de portefeuille sont plutôt différents. Un barman ou une barmaid de grand calibre doit connaître sur le bout des doigts des centaines de recettes de cocktail, tout en conservant l'attitude professionnelle et le charme d'un monsieur ou d'une madame tout le monde. Ce n'est pas exactement le curriculum vitae moderne d'un jeune prodige en répartition du capital.

---

[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.

Toutefois, en ce qui concerne le mélange d'ingrédients et la combinaison de titres, nous levons notre chapeau au génie de Tarling pour son savoir essentiel. En cherchant à améliorer son produit, il a trouvé une façon d'opposer une caractéristique extrême d'un ingrédient sans nuire à ses qualités les plus plaisantes.

De la même façon, le Fonds a cherché à jumeler divers éléments issus des marchés de titres de créance dans le but d'en améliorer l'expérience générale pour ses utilisateurs. On retrouve à la base de ce Fonds, un groupe de titres de créance aux écarts béants qui semblent être sur la voie d'un remboursement à très court terme. À ces occasions style « choux à la crème », nous ajoutons des titres qui risquent de suivre des chemins plus tortueux. Rappelons-nous toutefois qu'il n'y a pas deux chemins tortueux identiques. Les titres assortis de taux variable s'entremêlent pour faire contrepoids aux titres à revenu fixe. Les obligations convertibles des sociétés technologiques ont pris un chemin complètement différent de celui des mineurs de métaux précieux. Les obligations en défaillance contrebalancent, sans neutraliser, les obligations de catégorie investissement.

L'art de la construction de portefeuille, comme Harry Markowitz l'a si bien illustré dans son œuvre de 1959, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments,* implique de comprendre la valeur accordée au contrebalancement des moteurs de rendement dans le but de réduire le risque. « Pour diminuer le risque, avance Markowitz, il est nécessaire d'éviter un portefeuille dont les titres sont hautement corrélés entre eux. » Pour cette façon de penser, Markowitz s'est vu décerner un Prix Nobel en économie.

Donc, sommes-nous de fervents disciples du lauréat Nobel, Markowitz, ou sommes-nous simplement des confrères de Tarling, le barman talentueux? D'une façon ou d'une autre, nous lèverons notre verre à l'effet amélioratif que la présence de catégories d'actif multiples peut avoir au sein d'un portefeuille de revenu. Et santé à nos deux héros!

Nouvelles positions

En août, nous avons considérablement renchéri sur notre position dans les obligations de premier rang de **Ayr Wellness Inc.**, assorties d'un rendement de plus de 8 % avec une date d'échéance de 2024. Fournisseur de marijuana dans cinq états américains, Ayr est nanti d'un profil exemplaire du côté des créances, avec un fonds de roulement supérieur à sa dette totale. Son ratio dette/BAIIDA est d'à peine 1,8 x et la capitalisation boursière de l'entreprise de 1,5 milliard $ éclipse cette émission obligataire de 137 millions $. Nous estimons la probabilité de défaut de cet émetteur à moins de 0,05 %.

Également en août, nous avons créé une position dans les titres de créance garantis d'**AMC Entertainment Holdings, Inc.**, une entreprise qui fait l'objet d'un suivi assidu. Bien que la partie en actions de cette structure de capital en soit maintenant arrivée au statut de « mème », certains actionnaires pourraient être surpris d'apprendre que les prêts à terme de premier rang d'AMC s'achetaient moyennant 0,88 $ le dollar pour dégager un rendement de plus de 6 %, et que ses billets à 12 % de deuxième rang, venant à échéance en 2026, affichaient un prix établi en fonction d'un rendement de 13 %. L'équipe de direction d'AMC a tiré parti d'évaluations boursières extraordinaires pour émettre plus de 2 milliards $ d'actions, injectant ainsi suffisamment de capital, à notre avis, pour en arriver à un seuil de rentabilité en période post-pandémique. En évaluant la société en fonction d'un retour éventuel à son niveau d'activités de 2019, nous estimons que les titres garantis de l'entreprise disposent d'une marge de sécurité suffisamment ample.

Finalement, nous avons mis sur pied une position dans les obligations « vertes » de 2028 d'**Atlantica Sustainable Infrastructure PLC**. Atlantica, située au Royaume-Uni, exploite un portefeuille d'actifs axés sur l'énergie renouvelable venant de partout autour du globe. Nous aimons son solide profil de production de flux monétaires, issu de sa base d'actifs diversifiés, ainsi que le soutien implicite que procure sa participation de 40 % dans Algonquin Power & Utilities Corp. Le prix des billets cotés BB+ d'Atlantica a récemment été établi en fonction d'un rendement d'environ 3,3 %.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 5,1 %, au 31 août, le rendement actuel s'établissant à 4,9 % et la durée moyenne de ses instruments à terme de 3,9 années. Il

comporte une pondération de 2,0 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 1,1 % du portefeuille total au 31 août.

Geoff Castle
7 septembre 2021



PENDER
PenderFund Capital Management Ltd.

Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions de vente, des commissions de suivi, des frais de gestion et des dépenses, en plus d'autres taxes. Veuillez lire le prospectus simplifié avant d'investir. Les taux de rendement indiqués correspondent à des taux de rendement composés annuels globaux historiques qui tiennent compte des variations de la valeur liquidative et qui sont présentés nets des frais de gestion et d'administration. Ils excluent les frais de souscription, les frais de rachat et les frais facultatifs, de même que tout impôt à payer par tout porteur de titres, lesquels montants viendraient réduire ces rendements. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur change fréquemment et leur rendement antérieur ne se répète pas forcément. Lorsque le rendement d'un fonds est affiché, il s'agit du rendement des parts d'une catégorie particulière; d'autres catégories de parts sont offertes et pourraient présenter des frais et des rendements différents. Cette communication est fournie à des fins de renseignements seulement et ne constitue pas une offre de vente ou d'achat de nos produits ou services. Elle ne vise pas à fournir des conseils en matière de placements ni des conseils financiers à l'égard de n'importe quel sujet et n'est fournie qu'à titre indicatif. Tout a été fait pour veiller à l'exactitude de l'information figurant à la présente. Certaines des déclarations peuvent contenir des énoncés prospectifs impliquant des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui pourraient influer sur les résultats réels, sur les rendements et les réalisations de l'entreprise et sur les résultats enregistrés par le secteur, et les rendre sensiblement différents des résultats, des rendements et des réalisations futures explicites ou implicites exprimées dans ces énoncés prospectifs.

© Copyright PenderFund Capital Management Ltd. Tous droits réservés, septembre 2021.