FONDS D'OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS PENDER

LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE — AVRIL 2018

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 0,6 % au mois d'avril, ce qui représente un résultat plutôt satisfaisant compte tenu de la tendance haussière des taux d'intérêt.

Parmi les titres ayant affiché de bons résultats au mois d'avril, citons les obligations convertibles de SunPower Corp. qui ont progressé de plusieurs points de pourcentage suite à l'annonce par l'entreprise qu'elle planifiait se doter d'une capacité de production aux États-Unis, une mesure qui est largement perçue comme une solution au défi que représentent les tarifs. Nous aimons les perspectives de l'énergie solaire à plus long terme et estimons que le titre de SunPower est susceptible de contribuer à la croissance du Fonds à l'avenir. Notre position dans les obligations de second rang de W&T Offshore a également contribué au rendement du Fonds vu que les agences de notation ont augmenté la cote de crédit de l'entreprise compte tenu des progrès qu'elle a réalisés en ce qui concerne l'amélioration de ses flux de trésorerie ainsi que ses efforts de désendettement. D'autres titres ayant contribué positivement au rendement du Fonds sont les obligations convertibles de Aceto (dont il est question ci-dessous) et les actions privilégiées de Aimia.

Ces gains ont été contrebalancés dans une certaine mesure par la faiblesse de certains titres bénéficiant d'une cote élevée et de certains fonds à capital fixe qui ont enregistré une baisse de prix en raison de la hausse des taux sans risque. Notre position dans Eldorado Gold a souffert en raison de l'incertitude persistante liée à une mine qui demeure en attente d'approbation.

Donnez-nous vos pauvres, vos exténués... le rebut de vos rivages surpeuplés[1]

Tous les titres qui se trouvent sur le marché et toutes les obligations qui figurent sur les fiches d'information d'un courtier y sont pour une raison bien précise. Un banquier responsable des placements pourrait, par exemple, être convaincu qu'une action ou qu'une obligation particulière répond à un important besoin non comblé des investisseurs et, voilà, un nouveau titre est créé. Mais à terme, l'engouement des investisseurs se dissipe.

Cette dynamique nous a récemment été rappelée lors d'une entrevue accordée à un important réseau de télévision axé sur les affaires par le chef des titres à revenu fixe chez une maison de courtage canadienne de premier plan. « Je déteste le marché obligataire, » a-t-il déclaré, avant de préciser ses opinions sur la perte de valeur supposément inévitable découlant de la progression inexorable des rendements obligataires.

Peu importe la situation, il y aura toujours ceux à qui ça plait et ceux à qui ça ne plait pas. Nous avons, cependant, été marqués par le moment et l'intensité du message. Selon nous le moment est mal choisi pour « détester » les obligations gouvernementales sans risque et les obligations de bonne de qualité puisque cela fait maintenant plus de deux ans que le marché du crédit de bonne qualité est en baisse, période au cours de laquelle le rendement des obligations du Canada sur cinq ans a plus que quadruplé par rapport à son niveau plancher.

Nous sommes d'avis qu'il vaut la peine de passer outre les émotions qui s'incrustent dans l'esprit des détenteurs de titres liés à des rendements passés. Et c'est pourquoi nous dénichons souvent de belles occasions dans les titres négligés par les investisseurs frustrés et impatients. Ces dernières années, cela a impliqué l'achat d'obligations de producteurs de produits de base dans des périodes où les prix des produits de base étaient faibles, ou bien l'achat du crédit d'entreprises industrielles qui ont subi des revers. En règle générale, nous avons évité le secteur du crédit bien coté vu qu'il était hors de prix et que le rendement n'était pas intéressant. Cela dit, à mesure que baissent les prix du crédit bien coté, nous sommes de plus en plus attirés par la forte protection du capital investi qu'offre ce type de placement.

Ce Fonds nous fait penser à Ellis Island dans la mesure où il attire les titres laissés-pour-compte. À cet égard, nous ne nourrissons aucun préjugé contre les obligations de bonne qualité. Si les titres laissés-pour-compte sont des obligations dont la cote est supérieure à « BBB », nous serons toujours prêts à les accueillir, dans l'attente de leur éventuelle remise en état comme des titres populaires.

Nouveaux achats

En avril, nous avons élargi notre position dans l'obligation feuille d'érable 2024 de Pepsico. Pepsi est une entreprise bien diversifiée et constamment rentable qui est dotée d'un faible effet de levier financier net de 1,5x le BAIIA et d'une bonne couverture des obligations d'intérêt par les flux de trésorerie. Avec un rendement en dollars canadiens de 3,0 % et une échéance de six ans, nous estimons que Pepsi représente un placement intéressant de qualité supérieure.

En nous tournant vers les titres en difficulté, nous avons ouvert une position dans les obligations convertibles 2020 de Aceto Corp, une entreprise qui œuvre dans le secteur des produits chimiques de spécialité et dans le secteur des médicaments génériques. Aceto souffre d'une surcapacité dans ce secteur, une situation qui n'est qu'aggravée par une acquisition maladroite financée par un emprunt fin 2016. Malgré ces défis, nous prévoyons que les actifs de cette entreprise attireront des offres d'achat solides à mesure que la direction procède à un examen stratégique visant à réduire sa dette. L'entreprise demeure rentable et elle continue de verser des dividendes, du moins jusqu'à récemment. Bien que nous estimions la probabilité de défaut sur un an de Aceto à moins de 2 %, ses obligations convertibles 2020 à 2 % ont dégagé un rendement dépassant les 25 % au mois d'avril.

Nous avons également élargi nos positions dans le crédit à cote élevée et dans les titres connexes qui sont en défaveur. Comme nous l'avons souligné au cours des derniers mois, nous aimons les fonds à capital fixe composés d'obligations municipales américaines vu qu'ils pourraient bénéficier de la reprise du crédit de haute qualité, celle-ci découlant de l'effet conjugué du rendement des fonds sous-jacents et de la chute du rabais sur la juste valeur. Dans cette veine, nous avons ouvert une position dans le fonds à capital fixe Blackrock Muniyield California (MCA) qui se négociait en avril à un rabais de plus de 13 % sur la juste valeur.

Nous avons également ajouté notre première émission du gouvernement du Canada, à savoir une obligation 2022 sur quatre ans dotée d'un rendement de 2,1 %. Nous estimons maintenant qu'il est souhaitable d'ajouter au Fonds un soupçon de crédit souverain, si ce n'est que pour garantir un bon mélange de qualité du crédit et de duration. La capacité de cet émetteur à générer les fonds nécessaires pour rembourser l'obligation en taxant une grande économie diversifiée, en vendant des biens de la

Couronne ou bien, si ces options ne fonctionnent pas, en imprimant des espèces dans la monnaie de son obligation, représente un point extrêmement fort pour son crédit. Selon notre perspective à l'égard du prix relatif du crédit à l'avenir, il se peut que nous élargissions notre faible pondération actuelle.

Positionnement du Fonds

Le rendement à l'échéance du Fonds au 30 avril était de 6,4 %, son rendement actuel était de 5,1 % et la duration moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 2,5 ans. Il comporte une pondération de 2,1 % dans des titres en détresse achetés à un prix de restructuration dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. La trésorerie représentait 3,5 % du portefeuille total au 30 avril.

Geoff Castle
Le 3 mai 2018

1. « Le nouveau colosse », Emma Lazarus, 1883 — gravé sur une plaque de bronze et monté sur le piédestal de la Statue de la Liberté.

Pour le rendement normalisé complet, veuillez visiter : http://www.penderfund.com/funds-and-performance

PENDER
www.fondspender.com @penderfund Gestion de capital PenderFund Tournée vers l'avenir. En quête de valeur.

Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions de vente, des commissions de suivi, des frais de gestion et des dépenses. 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. Cette communication est destinée aux fins de renseignements seulement et ne constitue pas une offre de vente ou d'achat de nos produits ou services. Il 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 fourni qu'à titre indicatif. Tout a été fait pour veiller à l'exactitude de l'information figurant à la présente. Certaines des déclarations faites 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. Avril 2018.