



Forward thinking. Finding value.

Billet de blogue : Exploiter l'escompte : l'approche de Pender en ce qui concerne les parties mal-aimées du secteur de l'énergie

De façon générale, nos Fonds n'ont qu'une faible exposition, voire aucune, aux entreprises du secteur des ressources du fait de l'accent que nous plaçons sur l'identification d'entreprises de haute qualité qui génèrent de solides rendements sur le capital investi et qui disposent d'occasions de réinvestissement interne prometteuses. Cela dit, nous sommes toujours opportunistes, surtout si l'on dénicher une action qui, selon nous, se négocie à un rabais important par rapport à une estimation prudente de sa valeur intrinsèque, et ce, peu importe le secteur. L'essentiel en ce qui concerne toutes les idées permettant « [d'exploiter l'escompte](#) » est de veiller à ce qu'il existe une marge de sécurité suffisante et un élément catalyseur ou des forces du marché susceptibles de permettre d'exploiter cet escompte dans un laps de temps qui permet de dégager un bon rendement.

Difficile de dégager des rendements composés lorsque les barils sont brûlés

En plus d'être hautement volatiles et cycliques, les entreprises du secteur des ressources ont tendance à être forcées d'accepter les prix établis par le marché et à être assujetties à des risques réglementaires en constante évolution. L'activité d'une société pétrolière consiste à exploiter et à vendre un actif sous-jacent qui est indifférencié et limité. Ainsi, lorsqu'une ressource existante est exploitée, il devient nécessaire de trouver ou d'acquérir une nouvelle ressource pour permettre de maintenir un niveau de production stable. Le fait de vendre un produit de base dans une industrie qui dispose de capacités de production excédentaires et dont les obstacles aux nouvelles capacités de production diminuent (grâce aux avancées techniques en matière de l'extraction du schiste bitumineux), signifie que le prix du pétrole reflète les coûts d'exploitation directs plutôt que les capitaux utilisés. Cela signifie qu'au cours d'un cycle, une société pétrolière pourrait générer un rendement du capital investi faible, voire négatif dans certains cas. Lorsqu'on les compare à des entreprises à faible densité de capital, créatrices de rendements composés et disposant de produits différenciés, d'un pouvoir en matière de fixation des prix, d'effets de réseau et de marchés captifs, il va sans dire que les entreprises du secteur des ressources sont, de façon générale, des entreprises inférieures sur le plan structurel.

Cela ne veut pas dire qu'il n'est pas possible de dégager de très bons rendements en investissant dans des entreprises du secteur des ressources. Il est simplement difficile de trouver des entreprises de ce secteur capables de générer une appréciation du capital durable à long terme. Cela nous mène à estimer que les placements du secteur des ressources sont « à louer » plutôt qu'« à vendre ». Puisque nous ne savons pas dans quelle direction se dirige le prix du pétrole, nous nous concentrons plutôt sur les occasions où nous disposons d'une avance et où nous pouvons profiter des inefficacités du marché. Un important écart entre prix et valeur peut se produire lorsqu'une action est trop petite, mal aimée ou mal comprise par le marché et c'est là quelque chose que nous pouvons exploiter. Il arrive aussi que des biais comportementaux saisissent tout un secteur, comme le pessimisme extrême qui a sévi contre le secteur de l'énergie ces dernières années lorsque le prix du pétrole est tombé en deçà du coût de production et que les valorisations semblaient indiquer que cet environnement persisterait. Lorsque nous recherchons des possibilités de placement dans ce secteur, nous nous concentrons également sur certaines caractéristiques propres aux différentes occasions comme des actifs cachés ou des situations spéciales où le catalyseur permettant de débloquer la valeur n'est pas tributaire du prix des produits de base sous-jacents. Nos mandats souples et de petite taille nous permettent de tirer parti de ces occasions limitées lorsqu'elles se présentent sur le marché.

Athabasca Oil Corp.

Athabasca Oil Corp., position que nous avons ouverte au début de 2018 dans le Fonds de valeur Pender et le Fonds d'opportunités canadiennes Pender, est un bon exemple d'une entreprise qui témoigne de l'inefficacité du marché dont nous voulons profiter. L'entreprise est entrée en Bourse en 2010 en tant qu'exploitant de sables bitumineux et il s'agissait à l'époque d'un des appels publics à l'épargne les plus importants et les plus populaires, amassant 1,35 milliard \$ avec une valorisation de près de 7 milliards \$. L'entreprise a connu des problèmes qui se sont poursuivis pendant plusieurs années immédiatement après ce premier appel public à l'épargne, le coup fatal étant l'effondrement du prix du pétrole en 2014-2016 qui a fait chuter les actions de l'entreprise de plus de 90 % par rapport à leur prix d'introduction en Bourse.

Nous avons remarqué Athabasca alors que nous recherchions des entreprises négligées du secteur de l'énergie et nos recherches un peu plus approfondies nous ont fait découvrir plusieurs caractéristiques qui ont augmenté l'intérêt que nous portions pour cette entreprise. L'équipe de direction et le conseil d'administration avaient, en grande partie, été remplacés et l'entreprise suivait une nouvelle stratégie qui favorisait le pétrole léger plutôt que le pétrole lourd. L'équipe de direction avait également trouvé des moyens créatifs de mobiliser des capitaux. L'une de ces initiatives consistait à vendre des flux de redevances qui n'entrent en vigueur que lorsque les prix du pétrole seront considérablement plus élevés que les cours actuels. Ainsi, lors de l'éventuel prochain marché haussier du pétrole, l'entreprise devra renoncer à une petite partie de la hausse en échange pour l'accès à un capital précieux dans cet environnement actuel où il est difficile d'obtenir du financement pour le secteur de l'énergie. En outre, l'entreprise a également conclu un accord de partenariat avec une autre entreprise à l'égard d'un nouveau projet de développement. Athabasca a reçu d'importants paiements au comptant et a conclu un accord unique selon lequel elle ne contribue que 75 millions \$ sur la première tranche de 1 milliard \$ d'investissement dans le projet, tout en conservant une participation de 30 % à celui-ci. Cet accord permet à Athabasca d'écarter les risques liés au développement du projet, celui-ci étant trop important et trop exigeant en matière de capital pour qu'Athabasca le mène à bien elle-même, et ce, tout en profitant d'une conjoncture économique favorable et de la possibilité de dégager des rendements.

La nouvelle équipe de direction a réussi à utiliser le capital obtenu grâce à ces transactions pour tirer profit d'une situation unique dans le secteur pétrolier canadien l'année dernière. Statoil, producteur d'énergie norvégien contrôlé par l'État, avait versé des milliards de dollars dans des projets d'exploitation de sables bitumineux au Canada au cours de la décennie précédente, aux côtés d'autres grandes multinationales du secteur de l'énergie. Avec l'effondrement ultérieur du prix du pétrole et compte tenu de la montée des préoccupations environnementales, le gouvernement norvégien avait exercé des pressions sur Statoil pour que l'entreprise délaisse ses actifs dans les sables bitumineux. Athabasca a ainsi pu acquérir les actifs de Statoil par un processus non concurrentiel à des conditions très favorables. Les actifs canadiens de Statoil acquis par Athabasca comprenaient plusieurs actifs d'infrastructure assortis d'une valeur marchande importante qui n'était pas reflétée dans le prix d'acquisition.

En dépit des progrès réalisés par la nouvelle équipe de direction en ce qui concerne la transformation (réussie) de l'entreprise et l'acquisition des actifs canadiens de Statoil, le cours de l'action a continué de stagner à cause de l'histoire tumultueuse qu'avait connue l'entreprise, celle-ci ayant marqué le sentiment des investisseurs. Des inefficiences peuvent survenir sur le marché lorsque les investisseurs sont ancrés sur un certain point de vue à l'égard d'une entreprise. Les investisseurs ont tendance à

éviter ou à négliger un investissement qui n'a pas réussi dans le passé et à ne pas tenir compte des recherches du côté vendeur, car les banques et les maisons de courtage qui en font la promotion ont perdu leur crédibilité. Notre processus nous permet de tirer profit de ce genre de situation où les biais comportementaux entraînent la mauvaise valorisation d'un titre. La direction d'Athabasca a annoncé plus tôt cette année qu'elle compte monétiser ses actifs d'infrastructure « cachés » et que le produit de la vente servirait vraisemblablement à rembourser sa dette ou à verser un rendement de capital, ce qui devrait agir comme catalyseur pour mettre en œuvre une correction du cours de l'action.

Cela ne veut pas dire que notre investissement dans Athabasca est sans risque. En tant qu'entreprise productrice de pétrole lourd dont les coûts sont élevés et dont les actifs sont concentrés, le profil de risque de l'entreprise est élevé et sa réussite est fortement liée au prix du pétrole. Mais, l'effet de levier agit dans les deux sens et nous avons pu en profiter cette année grâce à la hausse du prix du pétrole. Si le prix du pétrole demeure stable et même s'il baisse légèrement, nous estimons qu'il reste encore plusieurs catalyseurs qui pourraient permettre de dégager de la valeur des actions d'Athabasca.

Energy XXI Gulf Coast

Bien qu'il soit rare de dénicher de telles occasions, parfois les acteurs du marché sont obligés de procéder à des transactions sans qu'elles soient nécessaires à cause de certaines limites structurelles, et cela crée des inefficiences du marché qui peuvent être exploitées. Energy XXI Gulf Coast est un producteur de pétrole en mer américain dont les exploitations sont situées principalement au large des côtes de la Louisiane. Avec le Fonds d'obligations de sociétés Pender, le Fonds de valeur Pender avait déjà fait des investissements fructueux dans les titres de créance en difficulté de l'entreprise et nous avons vu l'occasion de tirer parti de nos compétences à nouveau avec les titres en actions de celle-ci. Energy XXI a fait face à des difficultés lorsque les prix du pétrole se sont effondrés et vu son taux d'endettement très élevé, l'entreprise a été obligée de déclarer faillite en avril 2016. L'entreprise a entamé un processus de restructuration, terminé au début de 2017, où la majorité de la dette a été éliminée et où les créanciers ont reçu de nouveaux titres de participation en actions.

Suite à cette restructuration, Energy XXI disposait d'un bilan solide doté d'une position nette de trésorerie, de ressources considérables en matière de réserves confirmées et probables de pétrole et d'actifs de production existants. Cependant, les mandats de placement de plusieurs anciens créanciers, maintenant détenteurs d'actions de l'entreprise, les empêchaient de détenir des actions dans leurs fonds. Cela a eu pour conséquence de faire chuter le prix de l'action qui est passé de 28 \$ US à un creux d'un peu moins de 4 \$ US suite à la vente de plus de la moitié des actions en circulation de l'entreprise sur une courte période de neuf mois. Bien qu'il soit vrai qu'une partie de la baisse du prix de l'action était tributaire de problèmes opérationnels, la majorité de la baisse était attribuable à la vente d'actions à cause de facteurs n'ayant rien à voir avec les paramètres fondamentaux de l'entreprise et tout à voir avec des restrictions imposées aux investisseurs. Nous avons profité de cette situation pour constituer une position dans ce titre dans le Fonds valeur de Pender vers la fin de 2017. Avec une position nette de trésorerie et des réserves probables de pétrole qu'un estimé prudent situait à plus de 1,5 milliard \$, nous estimions que le prix de l'action nous permettait de bénéficier d'un rabais considérable. Vu qu'il s'agissait d'un titre à microcapitalisation issu d'un secteur mal-aimé du marché qui ne bénéficiait d'aucune couverture par les analystes côté vendeur, nous estimions que l'importante déconnexion qui existait entre le prix de l'action de Energy XXI et sa valeur sous-jacente pouvait persister. Notre thèse d'investissement était que les autres participants du marché finiraient par découvrir cette anomalie pour nous permettre d'exploiter l'escompte, et c'est bien ce qui s'est concrétisé. En juin 2018, la société

a annoncé une entente selon laquelle une entreprise affiliée à Cox Oil faisait l'acquisition de Energy XXI au prix de 9,10 \$ US par action.

Un jeu de hasard

Étant donné qu'il est impossible de prédire le prix des produits de base à long terme et que les rendements de ce secteur sont largement tributaires de ce prix, l'investissement dans des entreprises du secteur des ressources comporte un niveau élevé d'incertitude et de risque. L'accent que nous plaçons sur une approche fondamentale ascendante et sur la gestion active nous permet d'investir dans des entreprises du secteur des ressources lorsque nous estimons que le ratio risque-bénéfice joue en notre faveur. Le fait d'évaluer les risques et d'adopter un point de vue à contre-courant augmente notre conviction en des débouchés positifs pour ces placements opportunistes.

Amar Pandya, CFA

17 juillet 2018

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 fonds communs de placement 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.

© Copyright PenderFund Capital Management Ltd. Tous droits réservés. Juillet 2018.

PENDER
PenderFund Capital Management Ltd.

 penderfund.com

 [@penderfund](https://twitter.com/penderfund)

 [PenderFund Capital Management](https://www.linkedin.com/company/penderfund)

 [PenderFund Capital Management](https://www.instagram.com/penderfund)