

# LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE - AOÛT 2018

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 0,5 % au mois d'août, résultat légèrement supérieur au rendement courant annualisé des actions. Pendant le mois, nos positions dans les actions privilégiées de Aimia Inc. ont fait particulièrement bonne figure, leur valeur ayant augmenté à la lumière de la vente à Air Canada de la participation de la société dans Aeroplan. Le Fonds a également profité d'une transaction avantageuse impliquant les obligations non garanties de Aurora Cannabis et de la vigueur de celles de Energy Fuels qui ont bien progressé vu l'optimisme du marché en ce qui concerne le marché de l'uranium. Cela dit, ces gains ont été partiellement neutralisés par l'accès de faiblesse des obligations de Global Brokerage et de Eldorado Gold bien que ces incidences, à la fois positives et négatives, étaient modestes.

Dans l'ensemble, le marché des obligations de sociétés s'est avéré relativement stable au mois d'août. Les écarts de crédit ont continué d'être serrés sur le plan historique et les taux d'intérêt repères gouvernementaux ont affiché une légère baisse aux États-Unis et au Canada. Cela fait maintenant trois ans que nous avons pris en main les rênes de ce Fonds et nous constatons à quel point les conditions de crédit actuelles sont calmes par rapport au troisième trimestre de 2015. Peut-être devons-nous nous attendre à des conditions plus tumultueuses à l'avenir.

### Stratégies en matière du crédit et les facteurs qui favorisent la réussite... la valeur et la sécurité

Tout comme nos collègues qui travaillent du côté des actions et qui ont écrit de très bons articles sur « les caractéristiques prédictives » <sup>1</sup> du marché boursier (à savoir les facteurs mesurables qui peuvent, de manière prévisible, identifier des situations où le marché est susceptible de dégager un surrendement), nous estimons que le marché du crédit dispose, lui aussi, de facteurs puissants permettant de prévoir un surrendement. Le mois dernier, nous avons parlé du rendement total attendu sur un cycle complet pour les différents niveaux du marché du crédit (petit secret – sur un cycle complet, il est payant de prendre des risques). Ce mois-ci, nous avons voulu mettre en évidence le bien-fondé de faire appel à diverses stratégies en matière de la sélection de titres. Alors, quelles stratégies et quels styles réussissent le mieux en ce qui concerne le marché du crédit ?

À cet égard, nous avons une dette de gratitude envers Ronen Israël et deux de ses collègues qui ont récemment publié une étude dans le Journal of Investment Management <sup>2</sup>. Israël et ses collègues ont passé en revue des données couvrant près de deux décennies et portant sur le marché obligataire américain. Selon leur analyse, la stratégie la plus efficace en matière du segment des titres obligataires était celle où les investisseurs choisissaient les obligations dont l'écart *par rapport à la probabilité de défaut de l'émetteur* était le plus grand. Pour simplifier, ils ont appelé cette stratégie l'approche « *valeur* ». Et les chercheurs estiment qu'un investisseur ayant adopté de façon systématique une approche axée sur la valeur en matière du crédit entre 1997 et 2015 aurait obtenu un rendement total supérieur de 1 % par rapport à l'indice de crédit dans son ensemble, compte tenu de tous les coupons, du coût du crédit et d'autres facteurs. Les adeptes de ce commentaire mensuel remarqueront que, lorsqu'il s'agit de dégager un taux de rendement très élevé *par unité de probabilité de défaut*, nous insistons souvent sur l'approche axée sur la valeur.

Nous estimons que l'étude dans son ensemble vaut d'être lue et nous invitons tous les lecteurs curieux à consulter la note en bas de page. Il est également intéressant de remarquer que les chercheurs ont découvert que l'approche qui figure au deuxième rang des stratégies les plus efficaces en est une qui investit principalement dans des titres de crédit bien couverts qui sont sur le point d'arriver à échéance. Pour simplifier, les chercheurs ont appelé cette stratégie l'approche axée sur la « sécurité ». Dans la mesure où nous avons légèrement réduit nos placements dans le crédit axé sur la valeur cette année, c'est pour nous permettre d'augmenter notre pondération dans ce qui représente, à notre avis, les obligations de sociétés les plus sûres.

Pour connaître le niveau de *sécurité* d'un des titres de notre Fonds, nous procédons à un petit essai sous contraintes où nous « divisons par deux » la valeur de nos titres en portefeuille. Le test suppose que le marché décide demain matin de réduire la valeur de l'ensemble du capital de nos émetteurs (à savoir la valeur marchande

de toute la dette et de toutes les actions) de façon à ce qu'il ne représente plus que la moitié du cours boursier actuel de nos titres. Dans tel cas, environ 92 % de nos positions dans les obligations de sociétés sont des titres dont le capital ne subirait aucune dépréciation suite à une réduction de 50 % de la valeur totale de l'entreprise. Lorsque nous procédons à la même analyse à l'égard des 70 composantes des principaux indices à rendement élevé associées à une action cotée en bourse, seulement 52 % de celles-ci survivraient à une telle réduction sans subir de dépréciation. Autrement dit, les actions de nos portefeuilles disposent d'un meilleur « coussin » que celles de l'indice.

### Nouvelles positions... et une transaction « allumée »

Nous avons au mois d'août fait l'achat d'un nouveau titre, à savoir les billets de premier rang non garantis de Parkland Fuel (PKI, actions canadiennes) venant à échéance en 2021 et 2022, respectivement. Parkland est un distributeur et un raffineur d'essence qui exerce ses activités dans l'ouest du Canada et des États-Unis et qui comprend le commerce de détail de Chevron en Colombie-Britannique. Bien que nous nous attendions à ce que chute la vente au détail de l'essence, le marché des véhicules électriques n'est pas encore suffisamment développé pour qu'on puisse s'attendre à ce que les activités de l'entreprise se détériorent de manière importante au cours des quatre prochaines années. Récemment, l'entreprise s'est montrée déterminée à réduire sa dette et les résultats obtenus au dernier trimestre montrent que l'entreprise génère un BAIIA de 6,97 \$ pour chaque dollar d'intérêt. En utilisant un modèle qui estime la probabilité de défaut, nous sommes d'avis que la probabilité de défaut sur un (1) an de Parkland est de moins de 0,01 %, et compte tenu du rendement de ces obligations qui se situe entre 4 % et 5 %, elles sont relativement intéressantes.

Nous avons acheté un deuxième nouveau titre, à savoir les billets garantis de premier rang à 3,4 % de CF Industries venant à échéance en 2021. Nous les avons achetés à un prix inférieur à leur valeur nominale et ils nous fournissent un rendement d'environ 4 %. CF Industries est un important producteur nord-américain d'engrais, notamment, d'engrais à base d'azote utilisés dans la production de nombreuses cultures de plein champ. Les billets garantis de premier rang venant à échéance en 2021 font partie des obligations de premier rang valant 1,2 milliard \$, et celles-ci se situent au sommet de la structure de capital de CF Industries composée de titres de créance et d'une capitalisation boursière valant 12 milliards \$. La dette de premier rang de CF Industries représente environ le double des flux de trésorerie disponibles sur douze mois de l'entreprise. Lorsque comparés à d'autres titres de créance dotés d'une duration et d'un rendement similaire, nous estimons que ces billets sont relativement sûrs.

Nous avons également augmenté notre pondération dans le segment relativement moins risqué du Fonds et avons ajouté à notre pondération dans les obligations à court terme du gouvernement du Canada, qui atteint désormais plus de 6 % du Fonds. Nous avons également augmenté notre pondération dans les obligations cotées AAA de la ville de Vancouver, qui représentent maintenant entre 1 % et 2 % du Fonds.

Pour terminer, nous avons, au mois d'août, ouvert pour la première fois une position dans l'industrie de la marijuana. Nous avons à la mi-août acheté un montant équivalent à une valeur nominale légèrement supérieure à 2 millions \$ des billets convertibles à 5 % et venant à échéance en janvier 2020 de Aurora Cannabis. Nous avons payé un peu plus de 95 % de leur valeur nominale et cela nous a permis de dégager un rendement légèrement inférieur à 9 %. Cette transaction devait, à l'origine, faire partie d'une plus grande position, et elle reposait sur notre thèse qui comparait la forte capitalisation boursière de Aurora, valant 7 milliards \$, à son faible niveau d'endettement de 250 millions \$. Selon nos calculs, il faudrait que la direction de l'entreprise déploie des efforts colossaux pour éliminer plus de 95 % de la valeur d'entreprise de cette société en moins de dix-huit mois. Il s'est avéré que nous n'avons pas eu à attendre. Nous avons fini par réaliser un gain de plus de 6 % moins de deux semaines plus tard suite à la vente de notre position au prix de 101,5. Toute proportion gardée, il s'agit d'une petite « victoire », mais elle démontre bien qu'il vaut la peine de surveiller les marchés inefficients, peuplés de participants qui ne prennent pas le temps de procéder à une analyse minutieuse.

#### Positionnement du Fonds

Le rendement à l'échéance du Fonds au 31 août était de 5,1 %, son rendement actuel était de 4,7 % et la duration moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 2,3 ans. Il comporte une pondération de

2,3 % 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 4,3 % du portefeuille total au 31 août.

## Geoff Castle

## Le 5 septembre 2018

- <sup>1</sup> Commentaire du gestionnaire du 1<sup>er</sup> trimestre, Felix Narhi, 19 juin 2018
- <sup>2</sup> Israel, Palhares, Richardson, « Common Factors in Corporate Bond Returns », Journal of Investment Management, vol. 16, nº 2, (2018)

Pour le rendement normalisé complet, veuillez visiter : <a href="http://www.penderfund.com/funds-and-performance">http://www.penderfund.com/funds-and-performance</a>









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. Septembre 2018.