

## LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE - JANVIER 2018

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 1,1 % en janvier, ce qui lui a permis de rattraper le petit recul que nous avons subi au cours des derniers mois de 2018.

Les gains les plus importants ont été enregistrés dans nos positions dans les fonds d'investissement à capital fixe axés sur les obligations municipales américaines qui ont connu une envolée pendant le mois. Nous avons également profité de la vigueur de certaines de nos sociétés émettrices d'obligations de première qualité, comme McDonald's et Pepsico, au fur et à mesure que les écarts sur les obligations de sociétés se sont rétrécis. Certaines de nos positions dans les titres à rendement élevé ont également dégagé de bons rendements, y compris nos positions dans les obligations émises par Beazer Homes et LGI Homes, toutes deux des constructeurs d'habitations américains. La vigueur du marché du pétrole a également contribué aux gains enregistrés par les obligations de W&T Offshore que nous détenons. Enfin, les obligations de Just Energy ont repris du poil de la bête et progressé de plusieurs points grâce au regain de confiance en l'entreprise.

Cette vigueur fut compensée par la faiblesse du rendement de certains titres de crédit à rendement élevé, notamment lorsque l'entreprise concernée faisait face à certains défis particuliers. Parmi les titres ayant eu un impact négatif sur le Fonds, citons notre participation aux obligations de 2023 de Dean Foods. Celles-ci ont souffert de la réaction des investisseurs à la nouvelle que les prêteurs de premier rang permettaient à l'entreprise de ne pas se conformer à certaines clauses restrictives de sorte qu'elle puisse terminer ses activités de rationalisation de ses usines. Les obligations de Navios Maritime ont également accusé un retard. Nous continuons d'aimer le rapport risque-récompense de ces titres, mais notons que la reprise de l'indice des titres à rendement élevé que nous avons constaté en janvier n'a pas encore atteint tous les coins les plus éloignés du marché du crédit.

### **La toile de fond : la preuve d'un certain ralentissement et la fin des mesures de resserrement**

Cela fait déjà quelques années que nous évoluons dans un monde où les conditions monétaires se resserrent. La Banque du Canada et la Réserve fédérale des États-Unis, entre autres, essayaient activement de prendre des mesures allant à l'encontre de l'expansion économique. Les banques centrales ont augmenté les taux d'intérêt à court terme et ont pris d'autres mesures, comme le fait de resserrer l'accès aux hypothèques assurées par le gouvernement et celui de s'acquitter d'achats obligatoires sur bilan, ce qui a eu pour résultat de rendre plus difficile l'obtention de crédit.

En 2018, nous avons commencé à constater les effets de ces mesures de resserrement. Elles se sont traduites par le ralentissement de la croissance dans certaines régions du monde et par la hausse des primes de risque qui ont, dans certains cas, atteint des sommets extraordinaires à cause des actions de certains vendeurs à découvert qui ont amplifié les tendances. Ces effets sont devenus encore plus évidents au début de 2019. En effet, le Baltic Dry Index (l'indice des prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches) a fortement chuté. Ici, la faiblesse du marché immobilier résidentiel a mis de fortes pressions sur les créanciers hypothécaires les plus endettés et la confiance des consommateurs américains a fortement chuté.

C'est ce que nous apprend l'histoire. Mais nous nous soucions plutôt de l'avenir, qui semble être un peu plus favorable. Avec la Banque du Canada qui se fie maintenant aux données et la Réserve

fédérale américaine (dirigée depuis le 30 janvier par M. Powell) qui se tient fermement sur la touche en ce qui concerne des hausses futures des taux, la pression exercée sur les marchés de crédit a été largement atténuée. Évidemment, les reprises qui ont échoué ne réussiront pas nécessairement à répéter leur exploit, mais nous sommes tout de même optimistes en ce qui concerne le crédit bien couvert d'émetteurs dont la dette existante est relativement bien couverte par la valeur de la garantie. Après une nuit plutôt orageuse, nous ouvrons les rideaux et découvrons la lueur d'une aube nouvelle.

### **Des perles rares**

Dans ce contexte de marché, nous estimons qu'il est possible de dénicher une valeur supplémentaire dans certaines entreprises en redressement et dans d'autres « perles rares ». Il s'agit de situations où un émetteur qui trouve actuellement difficile d'être rentable détient tellement d'actifs productifs durables que l'équipe de gestion est en mesure de mobiliser beaucoup de capital et de rassurer les investisseurs d'une façon qui est profitable aux détenteurs d'obligations. Le portefeuille comporte deux exemples de ce genre de titre, à savoir Dean Foods et PHI Inc.

Dans le cas de Dean Foods, nous considérons qu'il est réaliste de supposer que le plus important transformateur laitier américain réussira à ajuster sa capacité de production et à vendre certains actifs non essentiels. Dean Foods souffre de deux problèmes. Le premier est la baisse de la demande finale pour le lait et les produits laitiers, celle-ci étant exacerbée par la capacité excédentaire de l'industrie, y compris l'établissement d'une nouvelle usine par un important détaillant qui se lance dans l'industrie de la transformation du lait. Malgré des conditions actuelles qui sont difficiles, nous estimons que cette entreprise bien nantie en matière d'actifs réussira à réduire le nombre d'usines qu'elle détient actuellement (59) de sorte à retrouver l'équilibre entre l'offre et la demande. En outre, les fonds collectés par la cession de biens immobiliers pourraient également permettre à Dean Foods de rembourser sa dette. Les obligations de Dean Foods se vendent à 77 cents et avec plus de 2,4 milliards \$ d'actifs et une dette d'environ 900 millions \$, nous estimons qu'elles sont plutôt bien couvertes, malgré le bilan très inégal du bénéfice d'exploitation de l'entreprise.

PHI Inc. est propriétaire-exploitant d'hélicoptères de transport lourd qui œuvrant en grande partie pour des exploitations pétrolières et gazières extracôtières. La demande pour les hélicoptères de PHI Inc. a fortement diminué vu la faiblesse du marché du pétrole. Bien que la demande ait repris des forces depuis le krach pétrolier de 2015-2016, les bénéfices d'exploitation dégagés par l'entreprise n'arrivent pas entièrement à couvrir ses versements d'intérêts. Nous estimons, cependant, que la dette de PHI Inc. est largement couverte (2x) par la valeur de ses hélicoptères. L'entreprise ne compte que trois principaux concurrents dans le golfe du Mexique et nous sommes d'avis que, tôt ou tard, nous constaterons des activités de consolidation, voire de coopération, qui pourraient réaligner les prix avec le niveau de rentabilité requis pour assurer le service de la dette. Ajoutez à cela une reprise tout en douceur des activités d'exploration-développement des champs en eau profonde, comme le démontrent les budgets des producteurs de pétrole en 2019, et nous sommes d'avis que les obligations de cette entreprise qui se négociaient récemment au prix d'environ 65 \$ recèlent une forte valeur de recouvrement ou de refinancement malgré leur échéance prochaine en mars 2019.

### **Nouveaux achats**

Nous avons ajouté plusieurs nouvelles positions au Fonds au mois de janvier. En nous tournant vers les titres de crédit performants dotés d'un rendement élevé par rapport à la probabilité de défaut de l'émetteur, nous avons ajouté les obligations non garanties du fabricant de jouets américain Mattel Inc. L'année dernière fut difficile pour Mattel qui a perdu un peu d'argent à cause de la faillite de Toys

R Us. En outre, plusieurs produits offerts par l'entreprise ont fait face à des vents contraires, y compris la marque American Girl, tandis que les marques bien solides comme Barbie et Hot Wheels ont été stables, mais peu spectaculaires. Avec des obligations dotées d'un rendement de plus de 7 %, et une probabilité de défaut sur un an que nous estimons être inférieure à 0,7 %, nous estimons que Mattel représente une bonne affaire..

Nous avons également ouvert une position dans Venator, l'un des principaux producteurs mondiaux de dioxyde de titane, un ingrédient essentiel dans certaines peintures et certains revêtements de couleur blanche. Venator a connu quelques difficultés récemment à cause de la baisse des prix sur le marché et d'un incendie à l'une de ses usines. Bien que l'incendie soit couvert par les assurances, il a eu une incidence sur la capacité de production de l'entreprise. Avec une couverture des intérêts sur 12 mois de plus de 8x, nous sommes tout de même d'avis que les obligations dotées d'un rendement de 10 % de l'entreprise représentent une bonne valeur étant donné la probabilité de défaut sur un an que nous estimons être inférieure à 0,7 %.

### Positionnement du Fonds

Le rendement à l'échéance du Fonds au 31 janvier était de 5,5 %, son rendement actuel était de 4,7 % et la durée moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 2,2 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 4,2 % du portefeuille total au 31 janvier.

Geoff Castle

4 février 2019

<sup>1</sup> Catégorie F.

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



www.fondspender.com



@penderfund



Gestion de capital PenderFund

**PENDER**  
Gestion de Capital PenderFund Ltée

*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 influencer 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. Février 2019.