

LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – FÉVRIER 2019

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 0,8% pour le mois de mars, résultat satisfaisant compte tenu des conditions plutôt difficiles du marché.

En tête, on retrouve deux des positions du Fonds dans des obligations convertibles « busted ». Il s'agit de son placement dans l'obligation convertible de Zillow, qui a enregistré des gains à la lumière de l'accroissement des bénéfices de cette entreprise de données immobilières et de l'embellie de ses perspectives. Les obligations convertibles de GoPro se sont également bien comportées en raison des bénéfices favorables de l'entreprise et de la vigueur du cours des actions sous-jacentes. Notre position dans les obligations de Venator, qui a généré des liquidités supérieures aux attentes, a aussi ajouté de la valeur. Enfin, notre placement dans des fonds d'obligations municipales à capital fixe des États-Unis a aussi contribué au rendement de notre fonds, car certaines de ces positions affichent actuellement un gain supérieur à 8 % au chapitre du cumul annuel.

Cela dit, certains accès de faiblesses notables ont neutralisé une partie de ces gains. Les actions privilégiées canadiennes à taux rajusté ont fléchi en février, ce qui nous a incités à y investir davantage. Parmi les autres positions ayant subi des difficultés, citons Deans Foods, dont les bénéfices ont déçu certains analystes, et Aceto Corp, qui a demandé la protection du Chapitre 11 de la loi sur les faillites conjointement avec l'annonce de la vente de l'une de ses principales divisions d'exploitation pour la somme de 338 millions de dollars. Nous avons acheté d'autres billets d'Aceto, estimant que la disposition finale des actifs de l'entreprise pourrait lui permettre de récupérer un montant représentant la presque totalité de la valeur nominale de ses dettes, excédant celles-ci, alors que les billets se négocient actuellement à environ 47 % de cette valeur.

Chute suivie d'une remontée – nous prônons la modération pendant une période d'extrêmes

Jusqu'ici en 2019, à l'inverse de la panique qui a caractérisé le dernier trimestre de 2018, les marchés des titres de créance et des capitaux de risque font généralement preuve d'une vigueur marquée. Dans celui des titres de créance, la remontée des obligations notées BB a propulsé l'indice des titres à rendement élevé vers un rendement supérieur à 5 % au chapitre du cumul annuel.

Conjointement avec la fluctuation du rendement de l'indice, les positions vendeur détenues dans les principaux fonds négociés en bourse (FNB) à rendement élevé ont aussi subi d'importantes variations. HYG et JNK, les deux FNB à rendement élevé en question, détenaient des positions vendeur records au 4^e trimestre de 2018. Depuis lors, une couverture de plus de 4 milliards de dollars en positions vendeur a permis à ces dernières de regagner des niveaux plus moyens. Et ce volume de négociations, survenant possiblement de concert avec des transactions comparables par des investisseurs indiciels, pourrait expliquer les importants gains enregistrés par certains des titres indiciels que nous détenons. Nous avons profité du bond des prix pour liquider nos positions dans les obligations de Netflix et Tesla, qui s'étaient rapidement appréciées.

Vu les hausses de prix, les écarts des titres à rendement élevé se sont quelque peu contractés, passant de plus de 530 points de base par rapport aux bons du Trésor à la fin de l'année, à un peu moins de 400 points de base à la fin de février. Par conséquent, les cours sont rapidement passés d'abordables à moyennement coûteux. Notre propre positionnement, qui consiste actuellement à détenir plus d'obligations d'État et de qualité que nous le faisons normalement, a peu changé dans ce contexte. À tout le moins, nous avons été en mesure d'investir dans des titres plus risqués en fonction de prix abordables et de réduire notre position dans des titres qui s'étaient appréciés. Cela dit, ces mesures ont eu des incidences négligeables sur le fonds. Nous avons essentiellement conservé nos positions actuelles.

L'incertitude au service des achats, les antécédents au service des rachats

Nous mettons parfois en pratique l'ancien adage des négociateurs, qui consiste à profiter du climat d'incertitude pour effectuer des achats, mais à miser sur les antécédents au moment de procéder à des

liquidations. En théorie, nous croyons que les marchés ont tendance à sous-payer en périodes d'incertitude et, peut-être, à trop payer lorsque les doutes entourant les résultats se résorbent.

Prenons un récent exemple portant sur les actions privilégiées d'Aimia Inc., exploitant canadien de programmes de fidélisation. À l'été de 2017, Aimia a été avisée par son principal partenaire aérien, Air Canada, que son contrat visant l'exploitation d'Aéroparc, populaire programme de points, allait être résilié en 2020. Non seulement nos calculs ont laissé entendre que la valeur de liquidation des actifs d'Aimia serait supérieure à celle de ses dettes, mais aussi que, même en vertu d'hypothèses très pessimistes, la valeur de liquidation englobait aussi celle des actions privilégiées. En fait, nous croyions que cette valeur était suffisante pour tenir compte d'une marge d'erreur considérable. Le problème, c'est que tout le monde ignorait la façon dont la liquidation prévue des actifs serait effectuée et le moment où elle aurait lieu. C'était donc un cas « d'incertitude au service des achats ».

C'est dans cette optique que nous avons acquis des actions privilégiées d'Aimia d'une valeur nominale supérieure à 4 millions de dollars, dont les versements de dividendes avaient été interrompus à ce moment-là et qui se négociaient donc à un cours représentant moins de la moitié de leur valeur nominale de 25 \$. Nous avons attendu que la liquidation prévue ait lieu et, le mois dernier, avons célébré la publication du communiqué de presse annonçant le rétablissement du dividende d'Aimia. En fin de compte, nous avons été en mesure de nous départir de notre position entière en contrepartie d'un gain supérieur à 100 % du coût versé en 2017 : « les antécédents au service du rachat ».

Nouveaux achats

Au cours de février, nous avons ajouté une position dans des billets de second rang assortis d'un taux de 4 7/8 et venant à échéance en 2025 de Kraft Heinz, entreprise de produits de consommation courante. Kraft Heinz, que la majorité d'entre nous connaissent en raison de produits tels que le ketchup et le beurre d'arachide, a été sur la sellette dernièrement, après avoir raté sa cible en matière de bénéfices prévisionnels, réduit le dividende de ses actions ordinaires et révélé que la SEC avait ouvert une enquête sur ses pratiques de comptabilité. Malgré ces problèmes, notre achat de ces billets n'est guère assimilable à un acte de bravoure, puisque ceux-ci représentent la première tranche de 1/50^e de la structure de capital de l'entreprise. Se négociant à un taux d'environ 4,5 %, les billets de second rang de Kraft Heinz offraient, selon nous, un rendement additionnel intéressant en contrepartie d'un risque très faible. Bien que nous ne considérions pas les problèmes de l'entreprise comme étant banals, nous ne croyons pas qu'ils se répercuteront sur les obligations de second rang venant à échéance en 2025.

Au sein de la portion plus aventurière du Fonds, nous avons ré-établi une position dans les obligations assorties d'un taux de 6,5 % et échéant en 2023 de la chaîne de pharmacies américaine Rite Aid Inc. Ayant détenu cette émission d'obligations à la fin de 2017 et en 2018, nous l'avons liquidée après l'annonce de la vente de l'entreprise à Albertsons, qui a fait en sorte que les obligations se négocient pendant un bon moment à un cours frôlant leur prime de remboursement anticipé. En fin de compte, l'entente avec Albertsons est tombée à l'eau et les obligations susmentionnées de Rite Aid (taux de 6,5 % et échéant en 2023) ont été offertes (de nouveau) à un prix d'environ 85 \$. Depuis 2017, les résultats de Rite Aid s'améliorent, propulsés par la performance vigoureuse de son service d'exécution des ordonnances en ligne. Nous croyons que les dirigeants sont déterminés à disposer des actifs de l'entreprise et sommes convaincus que leur valeur est amplement suffisante pour couvrir intégralement cette obligation.

Positionnement du Fonds

Au 28 février, le rendement à l'échéance du Fonds s'élevait à 5,0 %, son rendement courant se chiffrait à 4,6% et la durée moyenne de ses instruments assortis d'une date d'échéance était de 2,8 ans. Le Fonds détient une pondération de 1,9 % dans des titres en difficulté achetés à un prix de restructuration dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. À cette date, la trésorerie représentait 5,2% du portefeuille total.

Geoff Castle

5 mars 2019

¹ *Catégorie F.*

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



www.penderfund.com



@penderfund



Gestion de capital PenderFund

PENDER
PenderFund Capital Management Ltd.
