

## LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – AVRIL 2019

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 1,1 % au mois d'avril, résultat qui n'est pas particulièrement remarquable dans un contexte où le marché du crédit fait l'objet d'une demande soutenue, mais qui est néanmoins bien apprécié vu la progression soutenue de la valeur pour les porteurs de parts.

Parmi les principaux titres ayant contribué aux gains réalisés par le Fonds, citons les obligations convertibles à 2 % de Aceto Corp. dont le cours est passé d'environ 60 \$ à environ 90 \$ suite au processus de liquidation entrepris par Aceto qui a engendré plusieurs offres pour la division des produits chimiques de l'entreprise, cela ayant pour conséquence de faire passer la valeur de recouvrement estimée à un niveau proche de sa valeur nominale. Parmi les autres titres ayant bien performé au mois d'avril, nommons les obligations émises par Navios Maritime Holdings, Calfrac et Venator, qui ont repris du poil de la bête vu le regain d'intérêt pour ces émetteurs industriels traversant une période de dépression cyclique.

Cette vigueur fut contrebalancée par certaines zones de faiblesse, y compris Dean Foods dont les titres de crédit ont fait l'objet d'un certain sentiment négatif, bien qu'aucun événement négatif ne se soit produit. Notre petite position dans les obligations de Sherritt International a également accusé un fort retard pendant le mois.

### **Pour une bonne lecture de chevet... des titres de crédit largement couverts**

La grande majorité de nos mises à jour porte sur les positions très intéressantes que nous détenons en portefeuille : titres de crédit en difficulté qui font l'objet de procédures de restructuration, actions privilégiées qui recommencent à verser des dividendes, ou obligations d'entreprises délaissées par les investisseurs dont la cote devrait être plus élevée selon nous. Cependant, pour faire une divulgation pleine et complète, il convient d'observer que la majorité du Fonds est investie dans des instruments financiers qui sont beaucoup moins exotiques. Pour le moment, les marchés ont banni la volatilité. Mais si jamais l'évolution du marché devenait de nouveau excitante, il pourrait être rassurant de se familiariser avec la « majorité silencieuse » de ce Fonds, c'est-à-dire les titres de crédit largement couverts qui pourraient devenir des refuges de calme et de tranquillité pendant les tempêtes du marché.

**Microsoft** est l'émetteur de crédit d'entreprise qui occupe la première place dans le Fonds. Il s'agit d'une entreprise ayant une réputation irréprochable en matière de crédit. L'entreprise dispose d'un surplus de trésorerie de 40 G\$ par rapport à sa dette totale. Le bénéfice avant intérêts couvre plus de 17 fois les frais d'intérêt. Notre modèle d'estimation de la probabilité de défaillance sur un an atteint un niveau quasi nul (0,0002 %). Ce titre de crédit coté AAA dont les obligations donnent un rendement situé entre 2 % et 3 %, selon la durée, ne nous permettra pas de nous enrichir. Mais il représente un élément important de la base de notre pyramide vouée à la préservation du capital.

**Verisign** est un autre titre qui est à la base du portefeuille. Il représente la plus grande position individuelle du Fonds, notamment ses obligations à 4,625 % dotées d'une date d'échéance de mai 2023. Comme pour Microsoft, nous estimons que Verisign est un fournisseur moderne de services aux collectivités. En tant qu'un des principaux architectes d'Internet, Verisign possède un monopole de fait sur l'inscription et l'attribution des noms de domaines pour les répertoires racine « .com » et « .net ». Chaque propriétaire d'un site Web qui utilise ces répertoires racine verse, d'une façon ou d'une autre, 7,85 \$ par année à Verisign, même si le nom de domaine leur est vendu par une entreprise tierce. Les

paramètres de crédit de Verisign sont presque aussi solides que ceux de Microsoft, avec un ratio de couverture des intérêts de plus de 7 fois et une probabilité de défaillance sur un an de moins de 0,001 %, selon nous. Avec l'examen des monopoles par le Ministère du Commerce des États-Unis qui tombe après la date d'échéance de 2023 de notre obligation, nous estimons que son rendement de plus de 4 % est très intéressant vu le faible niveau de risque que nous encourons.

Nous détenons également l'équivalent de plus 15 M\$ dans les **obligations de premier rang de CF Industries**, dotées d'une date d'échéance de 2020 et de 2026, respectivement. CF Industries est l'un des plus importants producteurs mondiaux d'engrais azotés, élément essentiel en agriculture. Bien que les prix et les marges varient dans ce secteur, nous constatons que le ratio dette nette-obligation de premier rang est inférieur à une fois les flux de trésorerie liés à l'exploitation des pires années de CF Industries remontant jusqu'à la crise financière de 2008. Les obligations de premier rang dont la valeur atteint 1,25 G\$ reposent sur une capitalisation boursière et une dette non garantie d'une valeur de plus de 13 G\$. Notre position produit un rendement d'environ 4 %, rendement que nous considérons être intéressant pour une dette occupant un rang si élevé.

Considéré dans son ensemble, notre seau « de sécurité » qui comprend toutes les obligations à grande émission avec une probabilité de défaillance sur un an de moins de 0,2 % représente plus de 50 % du Fonds. Bien que leur rendement ne soit pas en tête de file, ces obligations contribuent au rendement total et elles offrent un bon contreponds, si cela devenait nécessaire. Nous avons pleinement confiance en ces titres que nous avons choisis pour leurs caractéristiques particulières, y compris leur perspective de croissance, leurs bonnes barrières à l'entrée, leur faible niveau d'endettement, leur forte rentabilité et leur faible probabilité de défaillance.

#### **Nouveaux achats**

Au cours du mois d'avril, nous avons ouvert une position dans une série des actions privilégiées de second rang de **Fannie Mae**. Fannie Mae est une société américaine de crédit hypothécaire à charte fédérale qui a été placée sous tutelle gouvernementale depuis le programme de sauvetage qui a sauvé l'entreprise au plus fort de la crise financière en septembre 2008. Avec la reprise du secteur du logement américain que nous avons constaté depuis, Fannie Mae est de nouveau rentable et l'entreprise a versé plus de dividendes au gouvernement fédéral des États-Unis qu'elle n'a reçu d'argent dans le cadre des mesures de sauvetage mises en œuvre pour la sauver. Nous pensons qu'il ne faudra pas attendre très longtemps pour qu'une forme quelconque de restructuration soit mise en œuvre pour aborder la suspension depuis plus de dix ans des versements de dividendes sur ses actions privilégiées de second rang dont la valeur nominale atteint les 19 G\$. Avec certaines séries offertes par Fannie Mae qui se vendent à moins de 40 % de leur valeur nominale, nous sommes d'avis qu'une grande réévaluation pourrait s'opérer, celle-ci née d'une grande variété de propositions de restructuration et de recapitalisation actuellement à l'étude par la Federal Housing Finance Authority (FHFA) des États-Unis.

Nous avons également ouvert au mois d'avril une position dans les obligations convertibles de **Paratek Pharmaceuticals Inc.** Paratek a récemment obtenu l'autorisation de la Federal Drug Administration (FDA) de commercialiser le médicament Nuzyra, un antibiotique par voie intraveineuse ou orale à dose unique quotidienne. Nous estimons que les perspectives commerciales de Paratek sont solides. Nuzyra est un nouveau traitement antibiotique à large spectre qui pourrait remplacer d'autres traitements qui ont été rendus inefficaces vu l'émergence de bactéries résistantes. Avec des soldes de trésorerie qui dépassent la dette totale de l'entreprise et un cycle d'adoption de produit qui est bien solide, nous aimons les chances de succès de Paratek. Ses obligations convertibles, dont le prix atteint près de 70 \$, offrent un rendement de plus de 11 % avec une échéance de 2024.

Nous avons aussi ouvert une nouvelle position dans les titres de crédit de **Lamar Media**. Lamar figure parmi les quatre principaux acteurs du marché nord-américain de la publicité extérieure. Nous aimons le

caractère relativement prévisible des revenus de l'entreprise, ceux-ci étant soutenus par des contrats à long terme (10 à 20 ans) qui couvrent un grand nombre de ses panneaux publicitaires de location. Structurée en tant que FPI, Lamar génère de bons niveaux de flux de trésorerie disponible qui sont versés aux porteurs de parts. Les intérêts sont couverts plus de 5 fois et des capitaux propres de plus de 8 G\$ sous-tendent la dette de 2,9 G\$ de l'entreprise.

### Positionnement du Fonds

Le rendement à l'échéance du Fonds au 30 avril était de 5,3 %, son rendement actuel était de 4,7 % et la durée moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 2,4 ans. Il comporte une pondération de 2,9 % 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 3,0 % du portefeuille total au 30 avril.

Geoff Castle

6 mai 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 exprimés dans ces énoncés prospectifs.*

© Copyright PenderFund Capital Management Ltd. Tous droits réservés. Mai 2019.