

LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – MARS 2019

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 0,4 % au mois de mars dans un contexte où le rendement du crédit d'entreprise était bon de façon générale, notamment en ce qui concerne le crédit de qualité supérieure.

Parmi les titres les plus performants du Fonds, mentionnons notre position dans les billets convertibles non remboursés de Aceto Corp. qui ont rebondi de près de 6 % après l'émergence de scénarios voulant le recouvrement de ses créances. Les billets de SunPower ont également progressé au fur et à mesure que s'amélioraient les perspectives d'avenir de cette entreprise du secteur de la production d'énergie solaire distribuée, celles-ci étant accueillies avec enthousiasme par les investisseurs. Pour terminer, nos positions dans les obligations feuilles d'érables, y compris les billets en dollars canadiens de McDonald, de Pepsi et de Walt Disney, ont fortement progressé compte tenu de la reprise plutôt vigoureuse du crédit de bonne qualité.

Cette forte croissance fut contrebalancée par la faiblesse de Dean Foods, dont la cote de crédit a été réduite par Standard and Poor's. Notre position dans les billets convertibles de Global Eagle Entertainment, société médiatique pour l'industrie aérienne, a accusé un retard à cause de résultats financiers qui ont déçu certains analystes. En outre, notre position dans les actions privilégiées à taux révisé, que nous avons légèrement augmentée, a accusé un retard d'environ 5 % en mars.

Le Conte de deux cités : La « cité acheteur » et la « cité vendeur »

Il y a environ un an, le secteur du crédit ne cessait de parler de la hausse des taux et de l'augmentation persistante du taux sans risque occasionnée par le nouveau président de la Réserve fédérale américaine, Jerome Powell. Depuis lors, l'environnement a changé de façon marquée. Les investisseurs qui s'inquiétaient auparavant d'une hyperinflation semblent maintenant s'inquiéter plutôt d'une spirale déflationniste. La presse financière regorge d'opinions professionnelles quant à la probabilité d'une récession ainsi qu'aux effets du renversement de la courbe de rendement. Nous n'ajouterons pas notre voix à celle des experts. Ce sur quoi nous pouvons nous prononcer, cependant, est le changement que nous constatons dans le comportement des acteurs du marché. Vu le large éventail des différents types de titres que nous détenons, nous avons découvert que l'univers du crédit comporte deux campements bien différents que l'on pourrait surnommer la « cité acheteur » et la « cité vendeur. »

La « cité acheteur » est remplie d'acheteurs d'obligations gouvernementales et de papier commercial de bonne qualité doté d'une durée longue, ainsi que de tout titre offrant une approximation proche d'un taux fixe sans risque. Dans cette cité, le simple fait de laisser sous-entendre que vous pourriez vouloir vendre une obligation du Trésor, crée une mobilisation éclair d'acheteurs paniqués qui veulent tous avoir leur part.

À quelques kilomètres de là, dans la cité « vendeur », les choses se présentent bien autrement. La « cité vendeur » est remplie d'investisseurs qui détiennent des actions privilégiées à taux révisé, des prêts bancaires assortis d'un taux variable, des titres de crédit en difficulté ainsi que des titres d'émetteurs à l'égard desquels il existe un degré d'incertitude en ce qui concerne leur rendement financier à court terme. D'ailleurs, il est encore possible de voir les restes de la grande fête organisée par la « cité vendeur » l'été dernier. Mais cette cité est actuellement une ville fantôme où un dernier homme en haillons lance un faible cri pour une offre.

En ce qui nous concerne, nous sommes bien à l'aise puisque la grande majorité du Fonds « habite la cité acheteur », mais nous commençons actuellement à nous tourner vers les nombreux titres que nous offrent les habitants de la « cité vendeur ». Bien qu'il soit vrai que ces titres comportent certains risques, nous estimons que leur prix en tient déjà compte. Impossible de savoir si l'inflation augmentera ou si elle reculera, mais ce qui est évident est que les titres qui offrent une protection contre l'inflation grâce à des coupons variables se vendent à un prix de loin inférieur à celui des titres à taux fixe émis par le même émetteur. De même, le prix des titres en difficulté semble tenir compte de perspectives d'avenir bien moroses... des perspectives qui ne cadrent pas du tout avec l'euphorie du marché du crédit d'entreprise de bonne qualité. Il est toujours difficile d'acheter des titres lorsque le marché est en baisse, et nous comprenons bien que la « cité vendeur » est pleine de titres qui pourraient ne pas très bien s'en sortir si nous traversons une profonde récession, mais il faut reconnaître la valeur lorsqu'elle se présente à nous. Ainsi, nous croyons qu'il vaut la peine de passer au crible ces nouveaux titres impopulaires avant l'arrivée de la foule.

Nouveaux achats

En ce qui concerne le marché canadien des actions privilégiées, nous avons ouvert des positions dans plusieurs séries d'obligations émises par Husky Energy Inc. Nous aimons Husky, producteur intégré et distributeur non endetté de pétrole, et avons confiance en l'équipe de direction de l'entreprise, dirigée par Victor Li. Les actions privilégiées de série « C » de Husky, dont le prix est fortement réduit et dont le dividende doit être refixé en décembre à un taux majoré de 3,13 % par rapport à celui des obligations du Canada à cinq 5 ans, offrent un dividende actuel d'environ 6,3 % et un dividende futur d'environ 6,2 % sur la base des derniers prix. Cela signifie que sur une base d'imposition comparable, les actions privilégiées de série « C » de Husky sont semblables à des obligations offrant un rendement de 8 %. Pourtant, les obligations sur cinq ans de Husky n'offrent qu'un rendement d'environ 3,3 %. Bien que les risques associés à chacun des deux titres ne soient pas identiques et que le rendement refixé soit assujéti aux mouvements futurs du rendement des obligations du gouvernement du Canada à 5 ans, nous estimons que l'écart de rendement supplémentaire offert par les actions privilégiées est très intéressant.

Nous avons également ouvert une position dans les obligations non garanties de MSCI Inc. MSCI publie de l'information ayant trait à plusieurs indices et d'autres renseignements de nature financière qui se sont révélés être de plus en plus indispensables pour les marchés de capitaux modernes. Le profil de crédit de MSCI est solide et l'entreprise bénéficie de bons revenus d'abonnements récurrents qui soutiennent ses solides flux de trésorerie. Dotée d'une capitalisation boursière de plus de 16 milliards \$ et d'une dette nette inférieure à 2 milliards \$, nous trouvons que les obligations de MSCI offrant un rendement situé entre 4,5 % et 5,0 % présentent un profil risque-rendement intéressant, notamment compte tenu du faible risque de défaut sous-jacent de l'entreprise. En effet, nous estimons que le risque de défaillance sur un an de MSCI est de moins de 0,1 %. Les chances de réussite sont si bonnes que nous sommes même prêts à « acheter l'indice. »

Nous avons également ouvert au mois de mars une position dans les obligations de 2025 à 5,25 % de Gartner Inc. Gartner est un fournisseur d'études et de données de marché que les entreprises utilisent dans la prévision et l'évaluation de nouvelles possibilités commerciales. L'entreprise organise également des expositions commerciales et des forums en ligne bien fréquentés, comme Capterra et GetApp, pour les acheteurs de logiciels. Nous aimons les barrières à l'entrée que Gartner a bâties dans certains des principaux marchés de l'information et nous estimons que les perspectives d'avenir de l'entreprise sont solides. L'entreprise dispose d'un fort effet de levier au bilan et ses frais d'intérêts étaient couverts plus de quatre fois par son Bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements (BAIIA) en 2018. Nous

estimons que la probabilité de défaillance sur un an est de moins de 0,01 %, ce qui se compare avantageusement avec des rendements légèrement inférieurs à 5 %.

En ce qui concerne les titres à rendement plus élevé, nous avons ouvert une position dans les obligations de 2026 à 8,5 % de Calfrac Inc., société canadienne de services aux producteurs pétroliers. Calfrac est un important producteur nord-américain de pétrole et de gaz par hydrofracturation qui opère également dans certains marchés internationaux. Nous estimons que des opportunités commerciales de plus en plus importantes s'offrent à Calfrac et que les nouveaux investissements en capital dans le secteur pétrolier ont été découragés par une période prolongée caractérisée par le coût élevé du capital, ce qui a également eu pour effet de faire baisser les stocks. Dans un contexte de liquidation, nous estimons que les appareils de forage de Calfrac bénéficient d'un prix favorable par rapport à celui obtenu par certaines entreprises du secteur pétrolier par hydrofracturation sur les marchés privés. Dotées d'une valorisation qui équivaut à environ 75 % de la valeur nominale, les obligations de Calfrac offrent un potentiel de croissance important, mais le niveau de risque qui leur est attribué nous mène à limiter sa pondération à moins de 1 % des actifs du Fonds.

Positionnement du Fonds

Le rendement à l'échéance du Fonds au 31 mars était de 5,2 %, 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 2,3 % 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 mars.

Geoff Castle
3 avril 2019.

¹ 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. Avril 2019.