PENDER
CORPORATE BOND FUND

LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – SEPTEMBRE 2018

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de -0,1 % [1] au mois de septembre. Bien que le crédit en général ait profité du retour de l'appétit des investisseurs pour le risque, la hausse des rendements sur l'ensemble de la courbe des rendements au Canada et aux États-Unis a suffi pour provoquer la baisse du cours des obligations que nous détenons en portefeuille dans une mesure qui dépasse légèrement les coupons perçus pendant le mois.

En examinant tour à tour chaque titre que nous détenons, le Fonds a tiré profit de la vigueur du crédit de SunPower Corp., qui a bénéficié d'une décision positive relative à une exemption tarifaire américaine, celle-ci ayant pour résultat de faire rebondir nos obligations convertibles. La réussite de l'accord de refinancement de la dette de Just Energy Group Inc. a également contribué positivement au rendement à mesure qu'a progressé la valeur de no titres en portefeuille. Parmi nos titres de crédit ayant moins bien réussi, citons celui de Aceto Corp. dont les résultats trimestriels ont été inférieurs à certaines estimations, et celui de Twitter dont le prix des obligations convertibles a souffert en raison de la réaction du marché face à l'annonce d'une infraction à la sécurité.

Signes des temps... Les obligations de qualité sont délaissées et les actifs à risque ont la cote.
Cela fait maintenant un peu plus de trois ans que nous gérons ce mandat et nous avons observé un changement marqué dans le sentiment du marché en ce qui concerne les obligations et le crédit à haut rendement. Il n'y a pas si longtemps, le prix des obligations allemandes à 10 ans était établi pour offrir un rendement négatif et les marchés s'attendaient à ce que ces rendements négatifs se propagent partout dans le monde. En fait, les années 2015-2016 pourraient entrer dans l'histoire comme celles de l'apogée des actifs sans risque. Mais d'un autre côté, en 2016, les investisseurs en obligations à haut rendement exigeaient une prime massive de plus de 850 points de base par rapport aux bons du Trésor.

En portant notre attention sur l'environnement actuel, un « voyageur du temps » venu de 2016 pourrait être surpris de constater que les écarts de crédit des obligations à rendement élevé sont tombés à leur niveau le plus faible depuis 2007. De plus, les positions de trésorerie des comptes d'investissement sont à leur niveau le plus bas depuis avant la crise financière, et de récents sondages indiquent que les investisseurs perçoivent les obligations d'état plus négativement qu'à tout autre moment de la dernière décennie. En effet, le volume des contrats à terme spéculatifs semble annoncer un niveau record de paris baissiers sur les bons du Trésor américain à 10 ans. En somme, peu de personnes sont préoccupées par le crédit et plusieurs s'attendent à ce que les taux sans risque augmentent. Nous ne connaissons pas l'avenir. Mais, vu que l'humeur des marchés tend vers les extrêmes, nous évoquons la possibilité que la « foule » se trompe encore une fois.

Notre stratégie dans cet environnement consiste à augmenter notre pondération dans le crédit sans risque et les obligations du gouvernement du Canada représentent maintenant près de 8 % du Fonds. Au-delà des positions sur la dette souveraine, nous avons mis l'accent sur la sécurité et avons augmenté notre pondération dans les obligations de premier rang et dans les obligations d'émetteurs ayant une très faible probabilité de défaut. Tout cela étant dit, nous restons ouverts au crédit à rendement plus élevé bien couvert où nous constatons une voie claire vers le remboursement.

Impossible pour nous de savoir combien de temps la dynamique actuelle du marché restera en place. Mais nous demeurons prêts à faire face à des conditions du marché moins favorables.

De nouveaux achats... Tesla et d'autres

En septembre, nous avons augmenté notre pondération dans le crédit de Just Energy Group et avons allongé notre échéance, qui est passée de juillet 2019 à l'échéance des obligations convertibles de l'entreprise qui est de 2021 et de 2023. Nous avons été heureux de l'annonce par l'entreprise d'une nouvelle facilité de crédit offerte par Sagard Capital, entreprise de grande renommée, qui trace clairement la voie vers le remboursement pour les notes de crédit de 2019. Nous avons également été heureux des progrès réalisés par l'entreprise en ce qui concerne l'accroissement de ses marges brutes grâce à des initiatives réussies visant l'augmentation des prix. Nous sommes très optimistes à l'égard de l'ensemble de la structure de Just Energy Capital et notons que notre pondération combinée dans cet émetteur représente plus de 3 % du Fonds.

En septembre, nous avons également établi une nouvelle position dans les notes de crédit de second rang à 7,5 % dotées d'une échéance de 2021 de Century Aluminum, dont le prix est établi en fonction d'un rendement de plus de 6 %. Century Aluminum est un raffineur de produits en aluminium de première fusion dont les activités de production sont essentiellement basées aux États-Unis. Nous estimons que le profil bénéficiaire de Century s'améliorera suite au redémarrage de capacités inutilisées. En outre, l'entreprise profite également des mesures commerciales de plus en plus protectionnistes aux États-Unis. La capitalisation boursière de l'entreprise dépasse les 1 milliard $ et elle dispose de soldes de trésorerie valant plus de 120 millions $, par rapport à une dette de 250 millions $. Le bénéfice avant intérêts et impôts (BAII) permettait de couvrir plus de quatre fois les intérêts sur une période mobile de douze mois et nous estimons la probabilité de défaut sur un an à moins de 0,5 %. Tous ces facteurs considérés, nous estimons que Century offre un ratio risque/rendement intéressant.

Nous avons également ouvert une position dans le crédit à 5,3 % doté d'une échéance de 2025 de Tesla Inc., dont le prix est tombé à environ 85 $ au mois de septembre. Les agissements de Elon Musk, PDG de l'entreprise souvent controversé, se superposent fréquemment aux activités de Tesla. Mais Tesla a créé une marque très précieuse et toute une gamme de produits du domaine des voitures électriques, et avec ou sans Elon Musk, elle représente un candidat très intéressant pour une acquisition par plusieurs fabricants mondiaux d'automobiles à qui il manque une telle offrande. Nous pensons que la capitalisation boursière de l'entreprise, qui atteint les 50 milliards $, est trop élevée, mais nous pensons également qu'elle pourrait vraisemblablement être achetée à un prix supérieur au niveau actuel de sa dette pleinement garantie de 6,5 milliards $. Le titre que nous détenons, une obligation privilégiée non garantie de 1,97 milliard $, est doté d'une disposition en matière de changement de contrôle à la valeur nominale qui dote ce titre, dont le rendement est de plus de 8 %, d'un bon nombre d'options intéressantes.

Les titres plutôt intéressants dont nous venons de parler ne représentent qu'une partie des titres que nous avons ajouté au Fonds au mois de septembre. En effet, nous avons continué à augmenter notre pondération dans les obligations du gouvernement du Canada assorties d'échéances de 3 ans, 4 ans et 5 ans. Dans un environnement où il n'est pas inconcevable que les écarts augmentent par rapport aux obligations de référence du gouvernement, il pourrait être judicieux d'augmenter la pondération dans ces mêmes obligations.

Positionnement du Fonds

Le rendement à l'échéance du Fonds au 30 septembre était de 5,0 %, son rendement actuel était de 4,6 % et la duration moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 2,3 ans. Il comporte une pondération de 2,1 % 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 5,1 % du portefeuille total au 30 septembre.

Geoff Castle
4 octobre 2018

[1] *Catégorie F.*
Pour le rendement normalisé complet, veuillez visiter : http://www.penderfund.com/funds-and-performance

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. Octobre 2018.