

LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE - JUIN 2019

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 0,9 % en juin, un résultat qui faisait état de la conjoncture généralement calme du marché. Sur la période semestrielle terminée le 30 juin, le rendement du Fonds s'élevait à 4,0 %.

Parmi les titres gagnants de notre portefeuille en juin, notons les billets convertibles d'Avadel Pharmaceuticals, dont les titres ont connu un essor à la suite de l'approbation d'un de ses médicaments par la FDA, et nos participations dans les obligations de Coeur Mining, lesquelles ont pris de l'avant grâce à la hausse du prix des métaux précieux. Les obligations convertibles de SunPower ont aussi profité d'une montée suivant des changements favorables en Californie exigeant que les nouvelles maisons aient recours à des installations utilisant l'énergie solaire dans cet état.

En revanche, la volatilité persistante causée par la récente déroute de PHI a, pour sa part, retranché de la valeur en juin. Selon nous, la faillite de PHI s'avérera un élément catalyseur clé dans la consolidation du secteur des hélicoptères de la côte du Golfe du Mexique. Par ailleurs, malgré la récente faiblesse démontrée par cette industrie, nous estimons qu'un redressement près de la moyenne demeure une possibilité. Les obligations de Dean Foods ont aussi accusé un retard au mois de juin.

Titres à rendement élevé vs bons du Trésor... la théorie de la relativité

Combien haut peut-on s'élever? Lorsqu'il s'agit d'examiner les rendements pouvant être dégagés des instruments de crédit, cette question requiert un sérieux remue-méninge. En cette fin d'après-midi de juin, laissant mon regard se poser sur l'horizon au-delà du parc Stanley, force m'est d'admettre que les « rendements élevés » ne sont tout simplement plus ce qu'ils étaient. Dans le bon vieux temps de Drexel Burnham et de « Barbarians at the Gate » (les barbares sont à nos portes), les obligations à rendement élevé étaient émises à 15-20 %. De nos jours, les émetteurs nord-américains de titres BB se présentent régulièrement sur le marché moyennant environ 4 %. Aiful, première entreprise japonaise à émettre des titres à rendement élevé ce mois-ci, vient d'établir le prix du coupon de son billet sur 18 mois à 0,99 %.

Il est vrai que les écarts de rendement se révèlent un guide commode pour évaluer l'attrait d'un instrument. On constate que les écarts d'aujourd'hui en Amérique du Nord s'établissent à environ 4 %. Même si ce chiffre est plus élevé que celui de l'année dernière, il n'en demeure pas moins sous la moyenne. Toutefois, rappelons-nous que les écarts ne racontent qu'une partie de l'histoire.

En effet, un autre outil d'évaluation utile est le rapport qui existe entre le rendement des titres de créance et le taux sans risque. Bien que l'on considère les années 80 et 90 particulièrement juteuses pour le marché à rendement élevé, les coupons se situaient généralement à moins de deux fois la valeur du rendement des titres souverains sans risque. Prenons l'année 1996 par exemple, année pendant laquelle le principal indice à rendement élevé a été créé; les bons du Trésor américain sur 5 ans ont dégagé un rendement de 6 %, tandis que celui des titres d'entreprises nord-américaines s'élevait à environ 9 %. De nos jours, les bons du Trésor américain sur 5 ans offrent à leurs porteurs un rendement d'environ 1,7 %, tandis que l'indice à rendement élevé verse plus de trois fois cette valeur. Donc, sur une base absolue, les émetteurs de titres à faible cote ont versé de plus grandes sommes dans les années 90, mais sur une base relative, ils payent beaucoup plus aujourd'hui.

Pour déterminer l'attrait relatif des rendements, on doit également tenir compte du risque. Ainsi, pour les émetteurs en réelle détresse, la valeur doit être établie en fonction d'une éventuelle liquidation. Il est inutile de s'attarder aux écarts dans les situations où le capital est en danger. Cependant, pour les titres de créance aux assises plus solides, le rendement relatif entre les titres de société et les titres souverains est important.

Lorsqu'on jette un coup d'œil à la récente fiche de route des rendements relatifs, on constate que les titres à haut rendement se sont élevés au cours de la dernière année, passant d'aussi peu que 2,0 fois le taux sans risque sur 5 ans à plus de 3,3 fois aujourd'hui. Ce ratio a pris de l'ampleur récemment pour s'approcher de la moyenne sur quatre ans. Par conséquent, nous nous attendons à ce que le goût du risque augmente un tant soit peu, puisque le prix payé pour accepter de courir ces risques est légèrement plus élevé. Maintenant, il reste à voir si ces prévisions se concrétiseront ou si les rendements relatifs auront à s'améliorer davantage avant que l'appétit collectif pour ces titres ne soit éveillé.

Nouveaux achats

Pendant le mois de juin, nous avons commencé à investir dans les obligations privilégiées de premier rang de Frontier Communications, laquelle exerce ses activités dans le secteur de l'accès internet, de la téléphonie et des services de données dans les plus petites collectivités de 22 états aux États-Unis. D'après nous, Frontier est mal capitalisée, dénombrant trop de titres de créance à coupon élevé par rapport à sa capacité à payer. Cependant, sur une base individuelle, nous sommes d'avis que les activités de la société sont nécessaires dans ces marchés et qu'elles continueront de porter leurs fruits pendant encore quelque temps, une fois le refinancement de la dette terminé. Les titres privilégiés de premier rang de Frontier occupent la marge supérieure de sa structure d'endettement, soit 2 milliards de dollars sur un total de 17 milliards de dollars, ce qui représente environ 0,5 fois le BAIIA prévu. Ces titres, qui versent 7 %, pourraient être appelés au remboursement dans le cadre d'un grand processus de refinancement, ce qui pourrait entraîner quelques points additionnels sur le plan des gains en capital, selon les plans de rappel de l'émetteur. Nous nous sommes également procuré un petit nombre des obligations d'avril 2020 de Frontier, nos attentes étant que les liquidités de l'entreprise suffiront amplement à rembourser, à l'échéance, cette émission de petite envergure valant 172 millions de dollars.

Également en juin, nous avons acheté différents titres de créance garantis de Restaurant Brands Inc. Les investisseurs canadiens sauront que Restaurant Brands est le propriétaire des populaires cafés Tim Horton's et de la chaîne de prêt-à-manger, Burger King. Nous aimons la nature prévisible des activités de Restaurant Brands et les titres de créance de premier et de deuxième rang de l'émetteur. Considérant son rendement entre 4 et 5 % et sa probabilité de défaillance sur un an qui s'établit, selon nos calculs, à 0,01 %, nous estimons que les titres de Restaurant Brands révèlent des caractéristiques risque/rendement attrayantes.

Par ailleurs en juin, nous avons également pris position dans les billets convertibles d'Infinera Corp., fabricant américain d'équipement de réseau optique. L'entreprise a réussi à manœuvrer dans un secteur difficile qui s'est, au cours des deux dernières décennies, délesté de poids lourds comme Nortel, Lucent et Alcatel. Ce secteur d'activités n'en demeure pas moins concurrentiel. En fait, les récentes difficultés rencontrées par Infinera émanent du retard que l'entreprise accuse sur sa rivale, Ciena, dans le cycle de vie d'un récent produit. Selon nous, Infinera se prévaut de capacités importantes, lesquelles seraient désirables dans le cadre d'une acquisition. Précisons en outre que son évaluation historiquement basse

de 0,6 fois les ventes rend cette éventualité fort probable. Cependant, en l'absence d'une acquisition, nous sommes également d'avis que l'entreprise est en mesure de retrouver une croissance rentable, notamment en arrachant potentiellement des parts de marché à Huawei, suivant l'abandon de ce chef de file controversé par les clients, et en tirant l'usufruit de son propre lancement, deuxième en liste, de 800 gigabits. Le prix des billets convertibles s'établit à environ 69 cents sur le dollar et le rendement s'élève à plus de 10 %, ce qui semble attrayant considérant que la probabilité de défaut sur un an se situe à moins de 1 %.

Positionnement du Fonds

Le rendement à l'échéance du Fonds au 30 juin était de 5,1 %, son rendement actuel était de 4,6 % et la durée moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 2,6 ans. Il comporte une pondération de 4,2 % 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 3,7 % du portefeuille total au 30 juin.

Geoff Castle
4 juillet 2019.

¹ Catégorie F.

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

www.fondspender.com

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. Juillet 2019.