

LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE - JUILLET 2019

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 0,6 % en juillet, mois qui, en prévision de l'annonce de la baisse des taux par la Réserve fédérale, fut caractérisé par une offre de crédit solide, puis par un certain degré de déception après que la Fed ait annoncé la véritable baisse des taux le 31 juillet.

La vigueur du Fonds fut généralisée en juillet avec, en tête de file, notre position dans les obligations convertibles de Infinera. Le cours des obligations convertibles d'Infinera a repris du poil de la bête et il est passé d'environ 60 \$ à environ 70 \$ en partie à cause de la prise de contrôle de son concurrent Acacia Communications par Cisco et de l'attention croissante portée par les investisseurs à l'endroit des entreprises du domaine des réseaux optiques. Parmi les autres positions qui ont bien progressé, nommons les obligations escomptées de Mattel Inc. qui ont rebondi suite à l'annonce que les bénéfices étaient meilleurs que prévu. Enfin, divers titres de crédit liés au secteur des métaux précieux, comme les obligations convertibles d'Osisko Gold et les obligations d'Eldorado Gold, ont progressé de plusieurs points de base vu la hausse des prix des produits de base sous-jacents.

Cette vigueur fut compensée, dans une certaine mesure, par notre position dans les actions privilégiées de Fannie Mae, dont le prix a reculé vu les attentes moins prometteuses en ce qui concerne la capacité de l'administration américaine à mettre en œuvre la restructuration de cette agence gouvernementale. Notre position dans les billets convertibles de Just Energy a également accusé un retard vu le retraitement comptable qui a jeté un certain doute sur l'examen stratégique et la vente possible de l'entreprise. Cependant, nous ne pensons pas que ces situations auront une incidence permanente sur la valeur de ces titres.

Le pétrole en péril partout dans le monde... Il demeure pourtant d'autres endroits où investir.

Plusieurs choses ne fonctionnent pas bien dans l'industrie pétrolière. Pour soulever un point évident, les entreprises de ce secteur produisent l'ingrédient principal du changement climatique, un combustible à base de carbone dont la combustion libère un polluant atmosphérique persistant (le CO₂) qui emprisonne la chaleur rayonnante et l'empêche d'être libérée de l'atmosphère terrestre. Bien qu'il existe certains sceptiques, ils ne comprennent pas la grande majorité des scientifiques dont les travaux théoriques au cours des dernières décennies sont maintenant appuyés sans cesse par de nouvelles températures records, la fonte des calottes glaciaires et des feux de forêt de plus en plus fréquents. Nous n'abordons rien de fondamentalement nouveau lorsque nous nous posons la question de savoir si les efforts entrepris pour redresser la situation sur le plan des changements climatiques pourraient éventuellement avoir pour conséquence de rapetisser ce secteur. Ce n'est pas comme s'il n'existait pas de substituts plus propres produisant moins de gaspillage.

Cependant, bien que ce qui précède puisse être vrai, nous reconnaissons la mesure dans laquelle pratiquement tous les aspects de notre vie, tel que nous la vivons actuellement, dépendent au moins un peu du pétrole ou de produits dérivés du pétrole. Il se peut que certains de nos lecteurs n'aient pas eu à utiliser d'essence ni de kérosène dans le cadre de leurs vacances cet été. Il se peut également que certains d'entre eux lisent ce commentaire sans faire appel à un écran d'ordinateur fabriqué en plastique. Mais, ce sont là de rares exceptions. Pourtant, en dépit des coûts externes engendrés par la pollution et les émissions de

carbone, il existe encore de bonnes raisons d'utiliser le pétrole. De plus, les équipements qui utilisent le pétrole, comme les automobiles et les avions, sont déjà fabriqués. Et, bien que la demande soit bel et bien en baisse, elle est loin d'être en train de s'effondrer.

Outre cette tendance bien claire, nous constatons également que le marché du pétrole se comporte comme un marché de produits de base typique avec des cycles réguliers d'expansion et de ralentissement. Le dernier cycle d'expansion, où le prix du baril du West Texas Intermediate a atteint les 100 \$ en 2013 et 2014, a depuis longtemps retrouvé un niveau qui rend la vie pénible aux entreprises de ce secteur. De plus, il se peut que les comptables aient utilisé des miroirs aux alouettes pour rehausser les perspectives de rentabilité de certains producteurs marginaux pendant plus longtemps qu'à la normale. Pour terminer, il est maintenant clair que le prix du pétrole à 50 \$ le baril ne permet pas à certaines entreprises pétrolières de survivre vu qu'il faudrait que le prix atteigne les 70 \$ ou les 80 \$ pour qu'elles réussissent. Nous verrons bien qui s'en sortira. Ainsi, un à un, les acteurs du marché qui sont trop endettés et qui n'arrivent pas à être rentables finissent par laisser la place aux autres. Les producteurs, comme Sanchez, Jones Energy et Halcon, sont acculés au pied du mur, tandis que les fournisseurs de ce secteur, comme Weatherford et PHI Inc., ont également dû opérer une restructuration.

Avec un nuage qui plane sur l'industrie, et éventuellement des paramètres fondamentaux moins solides à long terme, il est tentant de passer à côté de ce secteur, comme nous l'avons nous-mêmes fait pour une grande partie de 2017 et de 2018, avec une pondération du secteur pétrolier qui atteignait à peine 2 %. Pourtant, nous avons récemment déniché certaines parties de ce secteur où nous estimons qu'un investisseur en titres de crédit pourrait profiter d'un creux cyclique. Nous cherchons à investir dans des parties du marché où le capital se fait rare, et agissons sur notre conviction que, lorsque le capital se fait rare, il a tendance à dégager de meilleurs rendements.

Ainsi, nous aimons bien les plus petits producteurs qui génèrent un profit de caisse. Le fait qu'un grand nombre des petits producteurs pétroliers semblent brûler leur argent pourrait expliquer pourquoi le marché boude les producteurs plus modestes comme W&T Offshore et Surge Energy (que nous avons récemment ajouté au portefeuille) qui génèrent des flux de trésorerie disponibles. Nous estimons que ces titres nous permettront de dégager des rendements situés entre 8 % et 10 %, avec des probabilités de défaut sur un an de moins de 1 %. Nous détenons également des obligations de premier rang de FTSI Inc., fournisseur pour les champs pétrolifères orienté vers l'hydraulique, où nous constatons des caractéristiques semblables en matière de risque-rendement.

Pour terminer, nous détenons également les créances en difficulté de PHI Inc., exploitant d'hélicoptères extracôtiers, où nous espérons obtenir un bon résultat suite à la consolidation de cette industrie. En ce qui concerne les entreprises en aval, nous estimons que les titres dotés d'échéances de 2021 et de 2022 de Parkland Fuels représentent des occasions relativement sûres permettant d'obtenir un certain rendement sans devoir s'engager dans cette industrie pour une période trop prolongée. Tous comptes faits, le secteur pétrolier représente toujours moins de 10 % de nos actifs. En raison du faible cours d'un grand nombre de ces titres de crédit, ils représentent une part plus importante des rendements futurs du Fonds que ne le laisserait croire notre pondération. Nous estimons que les titres de crédit de ces producteurs, qui sont près d'un creux cyclique, pourront nous offrir de solides rendements ajustés selon le risque.

Nouveaux achats

En juillet, nous avons de nouveau ouvert une position dans les billets convertibles de Twitter Inc. Les adeptes de longue date de ces mises à jour se souviendront de la première fois que nous avons détenu des titres de

Twitter. Nous continuons d'aimer le positionnement unique de cette entreprise en tant qu'« agence de presse » mondiale et sommes convaincus que l'amélioration de sa capacité à générer des flux de trésorerie disponibles provenant de ses activités d'exploitation signifie qu'il y a de fortes chances que la valeur de l'entreprise augmente à l'avenir. La capitalisation boursière de l'entreprise est supérieure à 30 milliards \$ et celle-ci est appuyée par une trésorerie de plus de 6 milliards \$ au bilan, ce qui nous permet d'être d'avis que le risque de crédit lié à la dette convertible de Twitter (qui atteint 3 milliards \$) est minime. En outre, compte tenu du prix des actions ordinaires de l'entreprise qui atteint les 40 \$ et du prix d'exercice de ses obligations convertibles qui atteint les 70 \$, nous estimons que les obligations convertibles 2021 à 1 % de Twitter offrent une option raisonnablement intéressante, particulièrement vu que les taux sont de l'ordre de 2 %.

Toujours en juillet, nous avons ouvert une position dans les obligations convertibles d'Avaya Inc., un acteur de premier plan du domaine des logiciels et des services pour centres d'appels. Avaya est une entreprise en plein processus de révision stratégique et nous pensons qu'elle pourrait faire l'objet d'une prise de contrôle. Bien qu'à lui seul, son profil de crédit soit déjà solide, le fait que l'entreprise pourrait faire l'objet d'une prise de contrôle signifie que les obligations convertibles que nous avons achetées en juillet au prix d'environ 80 \$ pourraient atteindre leur valeur nominale.

Positionnement du Fonds

Le rendement à l'échéance du Fonds au 31 juillet était de 5,0 %, son rendement actuel était de 4,6 % et la durée moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 3,0 ans. Il comporte une pondération de 4,7 % 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 2,8 % du portefeuille total au 31 juillet.

Geoff Castle
7 août 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. Août 2019.