

## LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – OCTOBRE 2019

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a reculé de 0,3 % au mois d'octobre. En dépit de la vigueur des marchés boursiers pendant le mois, la nervosité des investisseurs sur les marchés de crédit était apparente, avec des écarts dans la tranche inférieure de l'échelle de cotation du crédit qui atteignaient des sommets annuels.

La baisse de l'appétence pour le risque de la part des investisseurs a eu pour effet d'occasionner la chute de plus de 6 % des obligations dotées d'une échéance de 2023 émises par SunPower Corporation. SunPower, chef de file nord-américain du secteur de la distribution de l'énergie solaire, a récemment publié des résultats qui devançaient les prévisions générales. Ces bonnes nouvelles ont occasionné la hausse du cours des actions de SunPower, mais tel ne fut pas le cas pour ses titres de crédit, nonobstant le rang de subordination de ceux-ci. Une faiblesse fut également constatée dans certains crédits du secteur des produits de base, dans les titres de Paratek Pharmaceuticals et dans les obligations USD de Grupo Famsa, qui faisait l'objet d'inquiétudes quant aux risques liés au refinancement de sa dette. Nous surveillons de près ce qui se passe et demeurons généralement positifs, et nous en profitons lorsque les prix baissent pour renflouer nos positions.

Cette faiblesse fut compensée, en partie, par le redressement du cours des actions privilégiées à taux révisé, qui ont repris du poil de la bête avec des taux d'intérêt un peu plus élevés. Certains de nos titres de crédit du secteur de la vente au détail ont également contribué de manière positive au rendement du Fonds. Les obligations de 2023 de Rite Aid ont progressé à cause de résultats solides et d'une offre publique d'achat visant les détenteurs de la dette subordonnée de l'entreprise, tandis que celles de Bed Bath and Beyond ont progressé à cause de l'amélioration du sentiment des investisseurs à l'égard du nouveau PDG. Les obligations convertibles de Avadel ont également participé de manière positive au rendement du Fonds à cause de l'existence d'un porteur stratégique d'actions ordinaires qui a augmenté la probabilité perçue d'une prise de contrôle à la valeur nominale.

### **Nos jalons le long du « chemin le moins emprunté »**

*« Deux routes s'offraient à moi dans un bois et j'ai choisi la moins empruntée, et cela a fait toute la différence. »* Ces quelques lignes tirées du poème « The Road Not Taken » de Robert Frost résument convenablement notre approche en matière de placement, du moins aussi bien que peut le faire un manuel sur la finance. Grâce à notre attention portée vers l'évitement des modes passagères et des foules dans les marchés de crédit, nous avons réussi à dénicher un chemin peu emprunté qui nous a permis de connaître un certain succès. Certains des facteurs clés qui nous intéressent dans un titre sont les suivants :

**Multiplés boursiers qui sont en baisse :** Les opinions sur une entreprise ont tendance à évoluer beaucoup plus rapidement que les faits économiques sous-jacents. Ainsi, il arrive souvent que la valeur d'entreprise, à savoir la somme de la dette financière nette et des fonds propres totaux, double ou diminue de moitié en un an, et ce, en dépit du niveau relativement constant des ventes et des bénéfices d'exploitation. Notre changement de stratégie vers le crédit de constructeurs d'habitations au 4e trimestre de 2018, par exemple, a coïncidé avec les 40 trimestres les moins

performants – lorsque mesuré par le ratio valeur économique/ventes – des entreprises Beazer Homes et LGI Homes. Des événements ultérieurs, y compris la modération de la hausse (à l'époque) des taux d'intérêt, ont eu comme conséquence un retour vers la moyenne ainsi que des rendements à deux chiffres pour les investisseurs dans les obligations de sociétés de ces entreprises.

**La frilosité de l'humeur des marchés :** Compte tenu de la façon dont les recommandations des maisons de courtage « côté vente » font décidément erreur, il est surprenant que leurs rapports soient publiés, encore moins qu'ils soient lus. Cependant, il arrive souvent que nous découvriions de belles occasions lorsque le consensus des analystes est défavorable. En mars 2018, lorsque nous avons acheté les obligations d'Eldorado Gold, plus de deux tiers des 20 analystes couvrant cette entreprise favorisaient la « détention » ou la « vente » de ces titres. La valeur d'entreprise de la société a doublé au cours des 18 derniers mois, et les analystes favorisent désormais davantage l'« achat » que la « vente », au taux de cinq contre un. Ainsi, au même moment que les attentes se rajustaient, les titres de crédit de Eldorado Gold ont obtenu de solides gains à deux chiffres.

**Les entreprises réduisent leurs investissements :** Un autre facteur que nous étudions est là où en est rendue une entreprise dans son cycle de placement. Lorsque les choses vont bien, les investissements dans la recherche et le développement, les acquisitions et les immobilisations en matériel ont tendance à être supérieurs à l'amortissement des actifs incorporels, ce qui signifie que l'entreprise épouse une perspective de croissance. Lorsque les choses vont moins bien, la direction et le conseil d'administration d'une entreprise réduisent les grosses dépenses. Faites l'exercice d'encercler le ratio qui est le plus faible dans la série des dépenses en immobilisations versus l'amortissement, ou dans la série des dépenses en recherche et développement versus les ventes, et vous constaterez que vous encerclez souvent un tournant dans la tendance en matière de valorisation d'une entreprise. Dans de nombreux cas, il s'agit du moment où l'attitude du marché passe de « s'empire » à « s'améliore ».

Pas à contre-courant simplement pour l'amour de la contrariété, mais parce que les prix sont faibles, l'attitude du marché se détériore et les équipes de gestion tentent d'y remédier. Il s'agit là de certains des éléments clés dans ce qu'un investisseur dans le crédit d'entreprise estime être une occasion.

### **Nouveaux achats... Frontdoor et Teva**

En octobre, nous avons ouvert une position dans les obligations à 6 ¾ % de 2026 de Frontdoor Inc. Frontdoor, qui en 2018 s'est séparée de sa société mère Servicemaster Global Holdings, est une entreprise très rentable du domaine des services à domicile axée en grande partie sur l'entretien et la réparation d'appareils et de systèmes couverts par une garantie, comme, par exemple, les équipements de chauffage et de climatisation. Au cours de l'année dernière, Frontdoor a réussi à alléger son bilan de manière convaincante. Nous estimons que les obligations de 2026 offrant un rendement à l'échéance de 5 % de Frontdoor sont intéressantes dans un contexte où la probabilité de défaut sur un an est d'environ 0,1 %.

Ce mois-ci, nous avons également ouvert une position dans les obligations de Teva Pharmaceuticals. Teva subit des pressions depuis son acquisition en 2016 de l'unité commerciale « générique » de Allergan plc valant 40 milliards de dollars, qui a eu pour conséquence d'« étirer » son bilan et qui ne valait sans doute pas le prix payé. En plus de ces problèmes, Teva devait essayer l'expiration du brevet sur Copaxone, un de ses grands médicaments de marque, ainsi que des enjeux liés à d'éventuelles poursuites civiles contre les fabricants et les distributeurs de drogues opiacées aux États-Unis. Ainsi, maintenant que la structure du capital de Teva se vend à des multiples boursiers qui n'ont jamais été

aussi faibles en dix ans et qu'il semble y avoir une résolution possible en ce qui concerne la poursuite civile, les titres de Teva nous intéressent. Ainsi, en octobre, nous avons ouvert une position dans des obligations de Teva qui se vendaient à un escompte et qui offraient un rendement d'environ 7 ou 8 %. Dotées de solides flux de trésorerie disponibles, d'une équipe de gestion axée sur l'allègement du bilan, et d'une poursuite qui semble être maîtrisée, nous estimons que les obligations de Teva offrent actuellement un rapport risques/bénéfices intéressant.

### **Positionnement du Fonds**

Le rendement à l'échéance du Fonds au 31 octobre était de 5,9 %, son rendement actuel était de 4,6 % et la durée moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 2,8 ans. Il comporte une pondération de 3,4 % 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 2,5 % du portefeuille total au 31 octobre.

*Geoff Castle*

*6 novembre 2019*

<sup>1</sup> Catégorie F.

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

[www.fondspender.com](http://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. Novembre 2019.