

LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – JUIN 2020

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a poursuivi sa reprise au mois de juin en dégagant un rendement de 2,9 %¹ pendant le mois. Pour ce qui est du Fonds univers obligataire Pender, il a obtenu un rendement de 1,6 %¹ au mois de juin, ce qui représente un nouveau sommet pour le Fonds.

Les gains réalisés en juin étaient généralisés et plusieurs secteurs et catégories d'actifs ont obtenu de bons rendements. Parmi les titres ayant bien progressé, nommons les obligations convertibles et les actions privilégiées de Just Energy, qui se sont remises de la chute profonde qu'elles avaient connue. D'autres titres ayant bien progressé sont les titres de crédit axés sur les ressources émis par Surge Energy et Taseko Mines. Certaines obligations convertibles du secteur technologique ont rebondi après avoir atteint des creux historiques, et les entreprises Infinera et Accelerate Diagnostics figurent parmi les leaders de ce secteur. Les actions privilégiées de Fairfax ont également obtenu de solides rendements au mois de juin.

Ces bons rendements furent contrebalancés par certains points faibles. Par exemple, Avaya Holdings, chef de file du secteur de la technologie à l'appui du travail à domicile pour les centres d'appels, a perdu une partie des gains enregistrés par ses obligations convertibles.

Des rêves et des démons... Obtenir un rendement à l'ère de la COVID.

Je me retrouve à pied, comme dans un état second, sur un terrain chaud et poussiéreux. Le sol stérile sous mes pieds craque lorsque je fais un pas sur les graines sèches tombées par terre. Ici, il n'y aura pas de récolte. Un étranger sans visage vêtu d'un manteau à capuchon apparaît devant moi. Ses gestes m'invitent à le suivre et je m'y conforme. Présentement, nous arrivons au bord d'un profond canyon. Je scrute le fond de la vallée. Je vois des tas de squelettes, blanchis par le soleil flamboyant du désert. Mon compagnon lève la main et indique l'autre côté du canyon. Là-bas, sur le bord opposé, se trouve un luxuriant champ de maïs vert, avec des tiges qui dansent au rythme d'une douce brise. L'étranger enlève son capuchon. C'est Jerome Powell. Il me dit un seul mot : « Saute ».

--

Bien qu'il s'agisse d'un monde fictif, les investisseurs de 2020 devraient pouvoir reconnaître ce monde imaginaire. Une obligation de cinq ans émise par le gouvernement du Canada, auparavant à la base d'un portefeuille obligataire, n'offre actuellement qu'un rendement dérisoire de trente-six points de base. Un investissement d'un million de dollars dans un tel titre dégagerait un rendement (avant frais) de trois mille six cents dollars par an. Il n'y a pas si longtemps, un jeu télévisé nous demandait avec joie, « Qui veut gagner des millions ? » Mais avec un tel investissement, de nos jours, qui peut se permettre d'être millionnaire?

Les banques centrales ayant intentionnellement « volé » la possibilité qu'avaient les investisseurs d'obtenir des rendements sans risque, ils sont désormais discrètement encouragés à chercher de l'autre côté du continuum du risque pour y dénicher des rendements plus intéressants. Mais comment savoir s'y on s'accroche à une valeur illusoire et où est-il possible d'obtenir de solides rendements excédentaires? Tel est le dilemme avec lequel nous sommes aux prises actuellement.

Nous comprenons bien que, en cette période où nous ne nous sommes toujours pas remis du repli occasionné par la COVID-19 au mois de mars, le simple fait de réfléchir à des actifs à risque, peu importe le type d'actif, évoque chez l'investisseur l'émotion que ressent le rêveur lorsqu'il regarde vers le bas et qu'il voit le tas de squelettes au fond de la vallée. Nous venons d'être confrontés à ce qui semblait être un risque existentiel. Certains émetteurs perdent de l'argent. Dans ce contexte de marché, il faut faire preuve de beaucoup de sang-froid pour ne pas tout vendre contre des

¹ Catégorie F.

espèces... Sauf que les espèces ont leur fonction, et nous avons la nôtre. Ainsi, nous passons d'une idée à l'autre en cherchant le bon équilibre entre le prix, le risque et le bénéfice attendu.

De nos jours, les belles occasions que nous découvrons ne reprennent pas de thème particulier. Mais, à la mi-2020, un fil conducteur qui relie certaines anomalies intéressantes liées au ratio risque/bénéfices est les titres qui se retrouvent tout en haut de la valeur boursière de la structure de capital d'une entreprise en difficulté. Laissez faire le marché s'il décide de faire chuter de moitié la valeur de l'entité. Avec une telle marge d'une sécurité, on peut quand même survivre à un tel événement. Est-il possible d'obtenir un rendement avec un tel tampon? Le rendement à l'échéance des obligations de premier rang émises par Intelsat est de 7,5 %. Le rendement des obligations de premier rang émises par Frontier est de 7,8 %. Les obligations convertibles de Paratek, dont la valeur comptable devance largement la dette nette, offrent un rendement de plus de 10 %. Et les obligations garanties de Trulieve offrent un rendement de plus de 10 %, malgré le coussin de fonds propres dont dispose l'entreprise qui équivaut à 10x sa dette. Prenez garde, car le cours de ces titres peut bondir dans tous les sens. Cependant, à cette époque où les investisseurs sont toujours craintifs, nous sommes d'avis que les actions et les titres subordonnés de ces entreprises ne sont pas véritablement surévalués. Et pour ce qui est de notre position dont le rang est le plus élevé, nous aimons son ratio risque/bénéfice.

Nouveaux achats

Pendant le mois de juin, nous avons ouvert de nouvelles positions et avons augmenté la pondération d'autres titres dans notre regroupement de titres émis par Weston/Loblaws. Nous avons grandement augmenté notre pondération des actions privilégiées de Weston et nous estimons que les titres de ce leader canadien du secteur des produits alimentaires et pharmaceutiques offrent un revenu solide ainsi qu'un bon potentiel de plus-value du capital découlant de l'exercice futur des options d'achat de l'entreprise. Nous avons également acheté des obligations émises par Loblaws et Choice Properties qui nous croyons offrent une valeur relative plutôt intéressante compte tenu de ce qui est offert sur le marché canadien du crédit de bonne qualité.

En outre, au mois de juin, nous avons ouvert une position dans les obligations de 2025 de premier rang à 8,375 % émises par Macy's. Nous aimons cette obligation garantie par des magasins phares situés au centre-ville dont la valeur estimative atteint presque le double de la valeur des obligations émises. En sa qualité d'entité en difficulté, il se peut que Macy's choisisse de restructurer sa dette de second rang, mais nous estimons que cette couche de sécurité est suffisamment couverte et nous croyons que cette obligation représente une bonne façon de préserver le capital en attendant la pleine réouverture de l'économie.

Enfin, nous avons ouvert une position dans les fiducies adossées à des créances avec flux identiques de série A et B émises par Air Canada. Nous avons appris à apprécier les avantages importants de ces obligations adossées à des créances mobilières (aéronefs) qui sont structurées de sorte à fournir un rendement prioritaire en cas de défaut. Bien qu'il soit possible qu'Air Canada survive à la crise actuelle sans déposer son bilan, notre investissement dans ces titres ne suppose pas nécessairement ce scénario. Dans une optique moins optimiste, nous nous attendons à ce que l'aide financière de sauvetage offerte à Air Canada soit suffisante pour éviter que la flotte aérienne de l'entreprise soit liquidée, mais pas nécessairement suffisante pour permettre aux investisseurs dans des actions ou des titres de créance non garantis d'atteindre la rentabilité. Avec un rendement allant jusqu'à 8,9 %, les fiducies adossées à des créances émises par Air Canada semblent avoir trouvé un endroit idéal au sein de la structure du capital de l'entreprise.

Positionnement du Fonds

Le rendement à l'échéance du Fonds au 30 juin était de 6,1 %, son rendement actuel était de 5,0 % et la durée moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 2,9 années. Il comporte une pondération de 4,8 % 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 5,2 % du portefeuille au 30 juin.

*Geoff Castle
7 juillet 2020*

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 2020.