

## LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – AOÛT 2020

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a progressé de 1,5 %<sup>1</sup> au mois d'août, poursuivant la tendance positive qu'il a entamée après les creux de mars 2020. Le rendement du Fonds a été constaté dans un environnement de taux d'intérêt sans risques légèrement à la hausse et d'écart de crédit légèrement plus serrés.

Les gains réalisés par le Fonds en août ont été menés par une importante décision prise par Chesapeake Energy. En effet, les perspectives de rétablissement du prêt à terme FILO (premier entré, dernier sorti, en français) se sont améliorées suite à la hausse des prix du gaz naturel et à un jugement favorable de la part du tribunal. Les titres de Avaya Holdings, fabricant de logiciels pour les centres d'appels, ont également bien progressé au mois d'août suite à la publication de résultats positifs, et ce fut de même pour les obligations convertibles de Just Energy qui ont progressé suite à la réussite d'une campagne activiste (à laquelle nous avons participé) qui a donné naissance à une entente améliorée pour les détenteurs d'obligations convertibles dans le cadre des mesures de restructuration mises en œuvre par l'entreprise. Les actions privilégiées ont également été une source de vigueur pendant le mois.

Ce rendement positif a été atténué, dans une certaine mesure, par la faiblesse des billets garantis de premier rang de Transocean, car l'entreprise avait entrepris des négociations avec les détenteurs de billets non garantis, créant ainsi un climat d'incertitude à l'égard de cet émetteur. Nous continuons à aimer notre participation dans ces obligations, lesquelles sont garanties par les obligations contractuelles impliquant les crédits de bonne qualité émis par Royal Dutch Shell et Equinor. En outre, le prix de certaines obligations de sociétés de premier ordre a également connu une baisse au fur et à mesure que les taux ont augmenté.

### Quatre thèmes pour alimenter les cinq prochaines années

Avec le mois de septembre qui approche à grands pas, l'équipe de gestion actuelle du Fonds célèbre la fin de la cinquième année depuis qu'elle gère le Fonds d'obligations de sociétés Pender. Bien que les résultats ne soient pas parfaits, le rendement annualisé sur cinq ans de 7,2 %<sup>1</sup>, déduction faite de tous les frais et coûts, a largement devancé notre objectif qui est de fournir aux porteurs de parts un rendement acceptable qui dépasse largement le taux d'inflation du moment.

Maintenant que nous entamons les cinq prochaines années, nous examinons certains changements du marché, ainsi que certains facteurs durables qui guideront notre approche :

- **Mettre l'accent sur les rendements réels** : L'environnement financier dans lequel nous nous retrouvons est régi par deux politiques importantes : des interventions illimitées sur le marché par les banques centrales pour maintenir des taux d'intérêt faibles, et des politiques budgétaires agressives pour favoriser la stabilité économique. Peu importe le montant d'argent qu'ils impriment, cependant, les gouvernements trouveront beaucoup plus difficile de créer de la vraie richesse, et il est fort probable qu'il en résulte une hausse de l'inflation. Dans cet environnement, nous sommes de plus en plus attirés vers les titres capables de dégager des rendements réels tout en tenant compte de l'inflation. Ces titres comprennent les obligations convertibles émises par des entreprises de qualité, les obligations à taux réduit qui sont bien couvertes, et toute une gamme de titres hybrides mal compris ou qui n'ont pas la cote, y compris des actions privilégiées et des fonds à capital fixe. Dans tous ces cas, il semble possible d'obtenir de solides rendements excédentaires.
- **Un engagement envers la liquidité** : La correction dramatique du marché au mois de mars 2020 a souligné l'importance de maintenir un niveau relativement élevé de liquidités dans le Fonds. Bien que le Fonds ait fait face à des rachats au plus haut point de la crise, notre discipline en ce qui concerne la taille des positions et le niveau de risque nous a permis de maintenir une stratégie axée sur les occasions tout au long de la crise. L'importance accordée aux liquidités fait partie de notre processus habituel. Testés deux fois au cours des cinq dernières années, nous continuons d'intégrer la planification des liquidités à toutes les décisions ayant trait au portefeuille.

---

<sup>1</sup> Catégorie F; source : PenderFund.

- **Être actif et flexible** : L'un des principaux avantages de ce mandat est notre capacité et notre tendance à agir d'une façon dont les mandats de crédit passifs ne peuvent pas agir. Parfois, cela signifie négocier de meilleurs résultats pour certains titres que nous détenons, comme ce fut le cas récemment pour Just Energy. Dans d'autres cas, il s'agit d'être suffisamment flexible pour permettre à un titre dont le cours est très faible de passer à travers une faillite ou une réorganisation afin d'obtenir des gains par la suite. C'est d'ailleurs la façon dont nous avons procédé avec Aceto et c'est ce que nous nous apprêtons à faire avec Chesapeake Energy. Dans un monde où les coupons sont faibles, obtenir des rendements n'est pas gratuit. Nous sommes d'avis que notre stratégie active et flexible nous sera très utile au cours des prochaines années.
- **Unités de rendement par unité de risque** : Étant donné l'approche plutôt défensive que nous privilégions en ce qui concerne le portefeuille d'un investisseur, notre objectif ne consiste pas simplement à faire de l'argent. Nous visons également la préservation de la richesse. À ce titre, au jour le jour, notre stratégie n'implique pas simplement le fait de comparer une longue liste d'obligations au moyen d'un symbole « plus grand que » pour déterminer celle dont le rendement à l'échéance est le plus élevé. En effet, nous évaluons constamment la probabilité de défaillance des émissions dans lesquelles nous investissons et nous tenons également compte de la perte (ou du gain) éventuelle dans des situations plus risquées, compte tenu du risque de défaillance. Par exemple, l'une des raisons pour lesquelles nous aimons tant les actions privilégiées à taux révisé d'un émetteur comme Bell Canada, n'est pas vraiment parce que le rendement courant de 6 % est si élevé, mais plutôt parce que, vu la faible probabilité de défaut, il s'agit d'un ratio risque/bénéfice qui est relativement faible. Ce thème, bien qu'il ne soit pas nouveau, demeure un facteur clé dans notre quête d'un rendement ajusté selon le risque solide.

### Nouveaux achats

Nous avons au mois d'août ouvert une nouvelle position (et ajouté à une autre) du secteur de l'ingénierie et de la construction, un secteur qui fait l'objet d'un pessimisme excessif à notre avis. Dans le cycle économique actuel, les entreprises du secteur de l'ingénierie et de la construction ont connu des difficultés liées à des pertes sur des contrats à prix fixe. De plus, des inquiétudes concernant la faiblesse des flux de trésorerie disponibles dans ce secteur persistent, car les montants à recevoir de comptes clients ont pris du temps à se concrétiser en tant que rentrées de fonds réelles. Nous sommes enclins à croire que le pire est derrière nous pour ce secteur, car plusieurs entreprises se négocient actuellement à un cours égal, voire inférieur, à la valeur comptable corporelle. L'amélioration des conditions commerciales et les efforts axés sur les liquidités entrepris par la direction, jumelés à la forte hausse de nouvelles occasions, pourraient représenter ce dont l'industrie a besoin pour retrouver les niveaux de capitalisation historiques d'auparavant.

Nous avons ouvert une nouvelle position dans les billets de premier rang non garantis de Fluor Corp. dont le prix est actuellement inférieur à 80 % de la valeur nominale. Fluor, émetteur d'obligations de bonne qualité, exerce actuellement ses activités dans un nuage d'incertitude lié au report de la publication de ses états financiers, ce qui a entraîné la baisse du cours de ses obligations de plus de 20 points par rapport aux niveaux connus plus tôt en 2020. Nous aimons la capacité démontrée de l'entreprise à générer des recettes ainsi que ses assises solides en matière de liquidités. Les obligations de cet émetteur de bonne qualité pourraient toujours faire l'objet d'une opération d'achat par la Réserve fédérale si elles perdent la cote, le cas échéant, et c'est d'ailleurs un autre facteur qui a influé sur notre décision.

Une deuxième position du secteur de l'ingénierie et de la construction dont nous avons augmenté la pondération est la dette convertible de Granite Construction Inc. Nous nous attendons à ce que cette entreprise tournée vers les projets civils (par exemple les autoroutes, les ponts et les tunnels) soit un des principaux bénéficiaires des initiatives de dépenses en infrastructure aux États-Unis, étant donné que les gouvernements se concentrent sur la création d'emplois à la suite de la crise de la COVID-19. Les obligations convertibles de 2024 émises par Granite se négociaient récemment à 82 % de la valeur nominale, offrant ainsi un rendement à l'échéance d'environ 7,5 %, rendement qui, selon nous, est intéressant dans le contexte d'une probabilité de défaillance sur un an que nous estimons être d'environ 0,5 %.

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

Geoff Castle  
4 septembre 2020



**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. Septembre 2020.