

# REVENU FIXE PENDER

## LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – JANVIER 2021

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a connu un mois de janvier vigoureux, avec une hausse de 2,8 %<sup>1</sup>, dépassant largement les indices de référence. Cet écart s'explique par la solidité de l'offre dans les segments du marché du crédit axés sur la valeur fondamentale, et par le solide rendement obtenu par certaines obligations convertibles qui ont bénéficié du rebond de certaines actions sous-jacentes.

Parmi les titres ayant joué en faveur du Fonds on compte les titres de créance récemment ou nouvellement convertis de Just Energy, McDermott International, Chesapeake Energy et PHI, Inc. En effet, les investisseurs ont commencé à se concentrer sur la valeur fondamentale attrayante qui était auparavant voilée par les processus de réorganisation de la dette. Le Fonds a également profité de la progression de certaines obligations convertibles, dont celles de First Majestic et de SunPower Corp qui ont profité du fait que l'argent et l'énergie solaire sont entrés en vogue. Le Fonds a vendu plusieurs de ces titres, immobilisant ainsi les gains.

Ces gains ont été contrebalancés dans une certaine mesure par la faiblesse de certains titres. Parmi ceux-ci, nommons les actions privilégiées de Fannie Mae. En effet, l'administration entrante aux États-Unis a jeté un doute quant à l'échéancier de la restructuration de cette entité. Certaines obligations convertibles étaient également en baisse, comme celles émises par Osisko Gold et FireEye Inc. Nous continuons d'aimer ces titres et, dans le cas de Fannie Mae, estimons que la faiblesse des prix représente une occasion unique.

### Sous les projecteurs et dans l'ombre

Tout le monde en parle. Vous connaissez le symbole. \*Le titre\* qui, du jour au lendemain, a fait que ses détenteurs sont passés de la misère à la richesse. Auparavant caché dans l'obscurité profonde, \*Le titre\* se retrouve maintenant seul sous les feux d'un projecteur d'envergure mondiale. Certaines personnes ont réussi à faire tellement d'argent que cela devrait être interdit.

Nous n'avons pas participé aux transactions impliquant \*Le titre\*. Cela dit, le mois de janvier nous a tout de même permis de profiter de la belle progression d'autres titres. Les obligations convertibles de **SunPower** et le prêt à terme « premier entré, dernier sorti (FILO) » de **Chesapeake** ont tous les deux grandement avantagé le Fonds, profitant du fait que l'attention des investisseurs portait plutôt vers les « feux du projecteur ». Mais nous devons également reconnaître le travail effectué pendant que ces entités languissaient à l'ombre.

Nous avons commencé à acheter les obligations convertibles de SunPower lorsque les bénéfices de l'entreprise approchaient un niveau plancher. Un premier contact avec le directeur des relations avec les investisseurs de l'entreprise au début de 2018 nous a valu le traitement VIP. Ils ne recevaient pas beaucoup d'appels. À l'époque, on aurait dit que le secteur de l'énergie solaire était fini. La surcapacité chinoise avait grandement diminué les marges de ce secteur et les vents politiques du moment ne favorisaient pas les subventions dont il avait besoin.

Ce que nous avons vu ensuite, au-delà des titres bon marché avec un rendement (au pire) atteignant presque 10 %, était une entreprise ayant accès à des poches profondes, une industrie où l'avenir semblait plus brillant et une équipe de gestion avec un plan. En tant que filiale non consolidée de Total S.A., nous avons estimé que toute lacune de financement à court terme que SunPower pourrait avoir serait facilement éliminée par son important actionnaire contrôlant. En ce qui concerne l'énergie solaire en tant que telle, il semblait que le réchauffement planétaire n'allait pas disparaître tout seul et que l'impulsion de développer des sources d'énergie sans carbone était susceptible de revenir. Et l'équipe de direction? Ils avaient un solide plan pour se défaire d'actifs de fabrication peu performants et se recentrer sur le créneau de marché de l'entreprise axé sur les systèmes solaires commerciaux-industriels et résidentiels. C'est ce que le directeur des relations avec les investisseurs de l'entreprise nous a donc dit. Et il avait raison. Mais, à l'époque, personne ne semblait s'en rendre compte.

---

<sup>1</sup> Parts de catégorie F; PenderFund

Savions-nous, à l'époque, que les obligations convertibles que nous achetions au prix de 70 et de 80 se vendraient quelques années plus tard dans les 200? Pas du tout. Mais, comme un ancien collègue aime bien le dire, « il est possible d'obtenir de bons résultats avec des titres bon marché ».

L'histoire est semblable pour Chesapeake. Nous avons ouvert une position dans un prêt à terme que nous avons acheté à environ 30 % de la valeur nominale, environ au même moment où le prix du pétrole atteignait son creux de moins trente-sept dollars le baril. Selon le modèle du moment, nous pouvions obtenir jusqu'à 100 cents sur le dollar si nous attendions que le marché tienne compte de la juste valeur. Qui aurait deviné que notre estimation de la juste valeur allait être atteinte, même surpassée, si vite? Mais voilà.

Les projecteurs et les ombres définissent l'apparence du marché, mais pas sa substance. La lune est toujours la même, mais elle change d'apparence selon ses phases. C'est de même pour le marché des titres d'entreprise. Les entités sous-jacentes changent beaucoup moins que la perception des investisseurs, pour qui les changements de prix peuvent être aussi importants que la lumière du soleil.

Sur quoi les investisseurs porteront-ils leur attention à l'avenir? Impossible de savoir. Mais nous vous verrons du côté sombre de la lune.

### Nouveaux achats

En janvier, nous avons mis l'accent sur des titres dont les prix étaient moins volatils. À titre d'exemple, nous avons ajouté les obligations de Rackspace Technology arrivant à échéance en 2028, où nous avons trouvé un rendement supérieur à 4 % et une bonne couverture. Après plus d'un an, nous avons de nouveau acheté les obligations arrivant à échéance en 2025 de Tesla. La capitalisation boursière de Tesla de plus de 700 milliards \$ couvre largement ses dettes totales de moins de 12 milliards \$. Par conséquent, nous avons trouvé que le rendement supérieur à 4 % et que l'échéance en 2025 étaient intéressants, bien que nous risquions d'obtenir un rendement inférieur en cas de rachat anticipé.

Du côté plus aventureux, nous avons également ouvert une position dans les obligations de premier rang arrivant à échéance en 2028 de National Cinemedia. National Cinemedia, entreprise qui se consacre à la vente de publicités dans des auditoriums de cinéma, a récemment connu une réduction spectaculaire de ses activités. Toutefois, nous croyons que la fermeté de sa trésorerie, suffisante pour couvrir tous les frais d'intérêt pendant plus de quatre ans, jumelée à des coûts fixes relativement faibles, permettra à la société de se rendre de l'autre côté de la pandémie sans que cela affecte sa capacité à s'acquitter de ses obligations de premier rang. Lorsque nous l'avons achetée au prix de 80, elle offrait un rendement de plus de 8 %.

### Positionnement du Fonds

Le rendement à l'échéance du Fonds au 31 janvier était de 4,9 %, son rendement actuel était de 5,0 % et la durée moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 3,3 années. Il comporte une pondération de 2,4 % 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 6,6 % du portefeuille au 31 janvier.

Geoff Castle  
4 février 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.*