

PENDER FIXED INCOME

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – FÉVRIER 2021

Le Fonds d'obligations de société Pender a passé le fil d'arrivée de février armé d'un gain de 1,5 %¹, au-devant de ses indices de référence. Le Fonds a réussi à se distinguer, d'une part en évitant les pertes dans sa pondération d'instruments à long terme, lesquels ont souffert de la hausse des taux, et d'autre part en tirant parti du rendement de titres particuliers qui ont profité d'écarts de crédit dans les secteurs de l'énergie et des matériaux. Les actions privilégiées à taux révisés ont également figuré parmi les éléments positifs du Fonds.

Le mois de février 2021 s'est révélé plutôt extraordinaire dans l'arène des titres à revenu fixe, considérant que le rendement de l'obligation du gouvernement à 5 ans a essentiellement doublé. Les choses n'allaient vraiment pas bon train au pôle à long terme de la courbe. Le prix du bon du Trésor américain à 30 ans a accusé un recul de 9 % vers le milieu du mois, terminant cependant la période mensuelle avec une perte d'un peu moins de 7 %. L'ampleur et la vitesse des dégagements sur le marché obligataire a éventuellement nui aux actions et autres actifs de risque, lesquels ont également trébuché dans la deuxième moitié du mois.

À la lumière des événements boursiers du mois dernier, nous n'avons aucune intention d'émettre de prédictions quant à la direction des taux à court terme. Il est certain qu'un redressement économique aux dernières lueurs de la pandémie de COVID-19 pourrait occasionner une hausse de l'inflation, ce qui entraînerait possiblement une hausse des taux. D'un autre côté, les banques centrales répètent qu'elles sont prêtes à prendre des mesures extraordinaires pour maintenir les taux bas sur l'ensemble de la courbe, au besoin, afin de prêter mainforte au redressement économique. Si la Fed de Powell prend cette direction, qui sommes-nous pour le contredire? Par conséquent, bien que les causes possibles d'une hausse des taux soient au vu et au su de tous, nous avons choisi d'étayer nos décisions de placement sur d'autres facteurs. Comme à l'habitude, nous préférons miser sur une évaluation ascendante des occasions.

Eh matelot! De passage en ville?

« Appelez-moi Ishmaël », a annoncé ce spéculateur visiblement battu par les éléments, penché sur son verre, assis au bar non loin de moi. « La mer recèle des mystères insondables dont les vagues chantent la poésie; une valeur difficilement appréciable se cache dans ses profondeurs. »

À la langueur de cette pandémie qui perdurait, j'avais tendance à me méfier des étrangers et de leurs bavardages, toutefois l'expression de mon nouveau compagnon semblait si sincère que je me suis surpris à fouiller ses propos. Prenant une petite pause pour finir mon verre, je lui ai finalement demandé « donc vous dites que les navires sont bon marché? ».

Hélas, alors que j'hésitais, il avait déjà pris son congé. Il ne restait plus de lui sur le bar près de son tabouret vide qu'un shilling en argent pour régler sa note, quelques gouttes de brandy espagnol dans son verre et un bout de cigare encore fumant dans le cendrier...

Au cours des années qui ont suivi la crise financière, peu de secteurs ont dégagé des rendements aussi spectaculairement mauvais que celui du transport. Le grand boum des échanges commerciaux au début de ce siècle a entraîné dans son sillage une surconstruction d'à peu près tous les types de vaisseaux. Puis, lorsque cette suroffre massive a déferlé contre une demande plutôt mitigée, on a assisté à l'orchestration d'une spirale horrifiante. Le redressement de ce secteur s'est transformé en grande baleine blanche et plus d'un investisseur est tombé par-dessus bord en tentant d'attraper cet animal mythique ou alors s'est noyé dans une marée montante d'encre rouge. Conséquemment, pour que nous nous embarquions dans ce projet, visant l'achat des titres de créance convertibles de quelques entreprises de transport cotées à la Bourse américaine, la destination devait être hautement justifiée et justifiable.

¹ Catégorie F; PenderFund

Essentiellement, nous avons repéré la présence d'une occasion assortie d'une évaluation attrayante et de titres convertibles bon marché, laquelle nous a permis d'investir de façon asymétrique sur le plan risque/rendement. Ainsi, nous serons bien placés pour tirer nos marrons du feu si ce secteur jouit d'un bon rendement, et raisonnablement bien protégés si nous avons été trop hâtifs ou, que le ciel nous en préserve, avons eu tort.

Aucun doute, les multiples dans ce secteur d'activité sont plutôt bon marché. Utilisons l'exemple d'Eagle Bulk Shipping : la société présente un ratio VE/vente de moins de 3X récemment (au pôle inférieur de l'échelle à long terme de cette entreprise, le ratio s'établissait à 14x en 2007). Le ratio cours/valeur comptable raconte la même histoire, l'entreprise se situant présentement à 1x, ce qui est beaucoup moins que son multiple de 2,5 affiché lors de la dernière période faste de ce secteur. Eagle Bulk n'est qu'un exemple, mais bon nombre d'entités dans ce secteur, des pétroliers aux conteneurs en passant par les bailleurs, sont assorties de ratios bon marché comparables.

Maintenant, les résultats intermédiaires sont une chose, et les perspectives d'affaires en sont une autre. Mais là également nous faisons preuve d'optimisme. Dans nos entrevues auprès de nombreuses équipes de gestion, nous avons mis au jour une réelle détermination à diminuer le fardeau d'endettement, ainsi qu'une démarche généralement prudente dans les projets de financement.

On observe peu de nouveaux projets de construction chez les principaux constructeurs de navires. À la lumière d'une discipline apparemment en place sur le plan de l'offre, la fin de la pandémie pourrait mettre en scène – peut-être – le retour de la demande. C'est du moins ce que semble indiquer l'indice Baltic Dry, récemment à la hausse, ou l'indice moyen du prix des conteneurs mondiaux CTS, fortement à la hausse.

Nous ne portons pas souvent notre attention sur ce qui se passe du côté des analystes de courtage. Toutefois, il semble intéressant de noter que Wall Street n'a pas encore remarqué ce que nous considérons être une amélioration des éléments en jeu dans ce secteur. Le petit nombre d'analystes qui y portent encore attention conseillent plus fréquemment de « conserver » que « d'acheter ». Au sommet de ce secteur en 2007, les exhortations à « acheter » étaient beaucoup plus nombreuses que celles à « conserver » dans une proportion approximative de 4/1.

Parmi les autres facteurs qui ont suscité notre intérêt dans ce secteur, notons la panoplie de titres de créance convertibles qui se négocient à des rendements s'établissant dans une plage de 3 à 6 %. Considérant que les titres de créance reposent sur un lit d'actions qui agit comme zone tampon, nous pourrions également tirer profit de titres appelés à dégager des rendements comparables à ceux des actions. Représentant un peu moins de 5 % du Fonds, notre pondération dans ce secteur a été déterminée en fonction de notre enthousiasme tempéré. Toutefois, à l'instar d'Ishmaël, nous espérons que notre navire réussira sa traversée.

Nouvelles positions

Notre pondération dans le secteur du transport représentait notre principal ajout au portefeuille du Fonds en février. En plus d'Eagle, cette exposition renfermait des billets d'Atlas Corporation (nouveau nom de Seaspan), de SFL Corp et de Scorpio Tankers.

Deuxièmes en liste sur le plan des ajouts en février, on retrouve les obligations de premier rang de Community Health Systems, un opérateur hospitalier américain. Ces obligations forment une position plutôt bien protégée parmi les titres de créance de cet acteur financier qui obtient généralement des rendements uniformes. Community Health a récemment résout ses problèmes liés à une structure du capital antérieurement non viable. À cet égard, une amélioration de sa cote de B- octroyée par S&P est aussi à prévoir.

Nous avons également fait un achat dans la structure de capital d'American Tire Distributors (ATD), la principale position relevant des prêts à terme de premier rang de l'entreprise. ATD a réussi à se désendetter en vertu d'un processus relatif au chapitre 11, ce qui a donné à la société une plus grande marge de manoeuvre financière. Qui plus est, la volatilité de ses affaires originalement causée par la fin de sa relation avec Goodyear semble maintenant avoir été résolue. Nous aimons les perspectives d'ATD alors qu'elle poursuit son redressement; le

remplacement de Goodyear par d'autres fournisseurs est vraisemblablement bien reçu par les clients de l'entreprise.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 5,2 %, au 28 février, le rendement actuel s'établissant à 5,1 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,2 années. On note une pondération de 2,0 % dans des titres d'entreprises en difficulté qui sont en cours d'arrangements et dont le rendement nominal n'a pas été pris en compte dans le calcul précédent. L'encaisse représentait 5,6 % du portefeuille total au 28 février.

Geoff Castle

Le 3 mars 2021