

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – FÉVRIER 2023

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de -0,3 %¹ en février, ce qui est plutôt bien sur un marché où les indices de référence des obligations à rendement élevé et de qualité investissement ont enregistré un déclin marqué.

Sur le plan des avoirs particuliers, les résultats ont été inégaux, les meilleurs venant d'entreprises en difficulté comme Emergent BioSolutions Inc. Cette société biopharmaceutique a annoncé la cession de ses activités commerciales non essentielles dans le domaine des soins de santé pour les voyageurs, cession dont le produit devrait lui permettre de faire face à l'échéance rapprochée d'une dette considérable. Par ailleurs, les prêts à taux variables et les actions privilégiées à taux révisable se sont hissés au rang des meilleurs investissements du Fonds en concordance avec la progression des taux de référence.

La plupart des titres de qualité investissement se sont retrouvés parmi les positions les plus faibles, car le taux de rendement de référence à cinq ans a augmenté en février, tant au Canada qu'aux États-Unis. Les positions détenues dans les obligations convertibles des deux minières de métaux précieux First Majestic Silver Corp. et SSR Mining Inc. ont notablement décliné, entraînées par la faiblesse du secteur.

Immobilier contre obligations — ce que les chiffres révèlent aux investisseurs en quête de revenu

Les investisseurs canadiens désireux que leur portefeuille génère des revenus ont longtemps considéré que l'immobilier résidentiel était une source de profits stables. Bien que le revenu des immeubles locatifs n'ait pas toujours excédé les rendements des investissements à revenu fixe, au cours de la dernière décennie, cette lacune était en général largement corrigée par l'appréciation du capital. Mais les temps ont changé.

Ce mois-ci, nous avons dû prendre l'une des décisions les plus fondamentales en matière de gestion de portefeuille à laquelle sont confrontés plusieurs investisseurs — choisir entre les obligations et l'immobilier résidentiel. Après avoir fait quelques calculs, nous en sommes arrivés à la conclusion qu'un portefeuille constitué de titres de créances d'entreprises assure un revenu supérieur, et un risque considérablement inférieur de chute éventuelle, qu'une stratégie, même très bien exécutée, d'investissement immobilier résidentiel dans l'une des plus grandes villes canadiennes.

Comparaison des rendements : Du côté des obligations, nous avons pris en compte un éventail d'obligations de sociétés nord-américaines, toutes détenues par le Fonds (voir tableau 1), dont les rendements venant à échéance en février 2028 étaient d'environ 8 %. Du côté de l'immobilier, nous avons retenu le taux de capitalisation² moyen d'immeubles locatifs à logements multiples dans les trois principales villes du Canada : Toronto, Montréal et Vancouver. Au 31 décembre 2022, selon la société de courtage en immobilier Cushman & Wakefield, un immeuble résidentiel à logements multiples rapportait à ses propriétaires entre 2,5 % et 5,5 % dans les plus grandes villes canadiennes. Cela signifie qu'au point de départ, les obligations rapportent environ deux fois plus que le revenu moyen en cours sur le marché de l'immobilier résidentiel.

¹ Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents.

² Le taux de capitalisation représente le revenu locatif net après déduction des coûts liés à la propriété divisé par le capital investi dans l'achat de celle-ci.

Tableau 1 : Couverture de l'évaluation — Obligations de sociétés au rendement moyen de 8 %

Entreprise	Coupon obligataire	Échéance obligataire	Taux de rendement obligataire (02/28/23)	Couverture : évaluation actuelle	Couverture : creux du ratio VE/ventes sur 10 ans	Couverture : ratio VE/ventes moyen sur 10 ans
Tamarack Valley Energy Ltd.	7,25 %	5/10/2027	8,4 %	3,3 x	3,2 x	6,5 x
Abercrombie & Fitch Co.	8,75 %	7/15/2025	8,4 %	9,0 x	2,1 x	6,2 x
Varex Imaging Corporation	7,88 %	10/15/2027	8,4 %	4,9 x	4,0 x	6,5 x
Pediatric Medical Group Inc.	5,38 %	2/15/2030	7,5 %	3,1 x	2,5 x	6,0 x
Hecla Mining Co.	7,25 %	2/15/2028	7,9 %	7,7 x	2,8 x	5,6 x
Moyenne			8,1 %	5,6 x	2,9 x	6,1 x

Protection en période baissière : C'est bien de détenir un coupon, mais encore faut-il que ce coupon soit lié à un actif adéquatement soutenu par la valeur fondamentale. En ce qui a trait aux obligations de sociétés, nous avons tenu compte du degré actuel de couverture de l'évaluation — c'est-à-dire du degré auquel la valeur estimée de l'entreprise émettrice excède la somme de ses dettes par rapport au niveau, égal ou supérieur, de notre obligation. Nous avons aussi pris en considération ce que serait cette couverture en trois circonstances : basée sur le prix actuel du marché; basée sur la moyenne à long terme de l'évaluation relative de l'entreprise; basée sur l'évaluation relative de l'entreprise pendant dix années défavorables. Nous avons observé que, même en évaluant ces émetteurs sur la base de la valeur minimale relative des ventes de l'entreprise pendant 10 ans, les billets à 8 % sont plus que doublement couverts par la valeur de la société émettrice.

Dans le contexte actuel du marché, l'argumentaire quant à la protection en cas de baisse de l'investissement immobilier résidentiel est nettement moins concluant. Premièrement, les investisseurs en biens immobiliers, comme les maisons ou les appartements en copropriété, ne sont généralement pas les détenteurs du capital de premier rang. Ce privilège, bien souvent, revient à la banque ayant financé l'hypothèque de premier rang. Par conséquent, toute diminution de la valeur de la propriété constitue, pour l'investisseur, une perte nette sur le plan de l'évaluation du marché.

Le deuxième problème pour les investisseurs immobiliers est que le taux de capitalisation (ou le rendement locatif) est très bas si on le compare à ce qu'il était. Une étude récente révèle que les taux de capitalisation de l'immobilier à Toronto, Montréal et Vancouver étaient tous inférieurs d'au moins 1,5 % à leur moyenne à plus long terme telle que mesurée par leur écart comparativement aux taux de rendement des obligations à 10 ans du Canada³. Si on devait appliquer un taux de capitalisation supérieur de 1,5 % à la moyenne du taux de capitalisation actuel de Toronto, Montréal et Vancouver, cela aurait une incidence de plus de 25 % sur la valeur sous-jacente de l'immobilier.

Évidemment, les marchés ne sont pas totalement uniformes et il peut y avoir, même dans le contexte actuel, de bonnes transactions à réaliser dans l'immobilier. Mais à choisir entre l'immobilier résidentiel et les obligations à l'heure actuelle, nous préférons les obligations parce que le revenu dégagé est plus élevé et l'exposition du capital moins risquée à notre avis.

Nouvelles positions

En février, nous avons ajouté une position dans les obligations non garanties échéant en 2028 de StoneCo Ltd., une société brésilienne spécialisée dans le traitement des paiements. Nous croyons que cette entreprise, qui fait

³ *Colliers Canada Cap Rate Report pour le troisième trimestre de 2022*

partie du portefeuille d'actions de Berkshire Hathaway, est bien placée pour gagner des parts de marché auprès des petits marchands et établissements de services dans tout le Brésil. StoneCo Ltd. a réussi à développer une niche intéressante dans le financement des créances à court terme que doivent aux marchands les grandes banques nationales à la suite de transactions par carte de crédit. En dépit de la bonne cote de crédit de l'entreprise (Moody's accorde à StoneCo Ltd. la même cote qu'au crédit souverain du Brésil en dollars américains) et un excès appréciable de liquidités, ses obligations se sont négociées en baisse à près de 60 cents le dollar pour rapporter plus de 12 % à leur échéance en 2028.

Du côté le plus robuste du Fonds, nous avons maintenu notre pondération quant à nos placements de qualité investissement à court terme auprès d'émetteurs de valeur. Nous avons aussi acheté des obligations feuille d'érable arrivant à échéance en 2024 de PepsiCo Inc. qui ont rapporté environ 4,9 % à la fin du mois. Nous nous attendons à ce que l'évolution rapide des taux d'intérêt exerce un stress additionnel au cours de certains trimestres, et nous considérons donc opportun d'accumuler des réserves en vue d'occasions futures.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 7,8 % au 28 février, le rendement actuel s'établissant à 5,6 % et la durée moyenne de ses instruments à terme de 3,8 années. Il comporte une pondération de 2,3 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 1,7 % du portefeuille total au 28 février.

Geoff Castle
6 mars 2023



PENDER
Gestion de Capital PenderFund Ltée

Les données standards sur le rendement des fonds de titres à revenu fixe Pender sont présentées ici :

<https://www.penderfund.com/fr/fonds-revenu-fixe/>

Ce commentaire comporte un Avis de non-responsabilité, que vous pouvez consulter ici : <https://www.penderfund.com/fr/avis-de-non-responsabilite/>

© Copyright Gestion de capital PenderFund Ltée. Tous droits réservés, mars 2023.