

## LE COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – JUILLET 2020

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a progressé de 2,4 %<sup>1</sup> en juillet, poursuivant la tendance positive qu'il a entamée après les creux de mars 2020. Ce rendement positif a été obtenu dans un contexte où les conditions générales du marché du crédit s'améliorent, compte tenu du resserrement des écarts, et où le marché primaire pour l'émission d'obligations d'entreprises est actif. Les obligations du gouvernement ont continué de rencontrer un beau succès avec des rendements qui ont commencé à baisser légèrement au mois de juillet.

Le rendement global du Fonds était généralement solide au mois de juillet et la plupart des titres ont progressé. Les plus grands mouvements ont été constatés du côté de plusieurs obligations convertibles, qui ont connu une belle reprise en parallèle avec celle des actions, qui ont réussi, elles, à s'approcher de, voire à dépasser, leur prix d'exercice. Ce groupe comprenait notre position dans les obligations de 2025 à 4,5 % de Opko Health qui ont fortement réagi à la nouvelle que la division diagnostic et santé de l'entreprise avait réussi à attirer des occasions commerciales liées aux tests de dépistage de la COVID-19. Même si nous continuons d'aimer les perspectives d'avenir d'Opko, nous nous sommes défaits d'une grande partie de notre position au mois de juillet, car ces obligations qui se négociaient à 80 % de leur valeur nominale il y a quelques mois, se vendaient désormais à un prix allant jusqu'à 150 % de la valeur nominale. Les gains réalisés dans les obligations convertibles de First Majestic, Infinera, Zillow et Twitter, bien que moins spectaculaires, étaient tout de même importants, et la vigueur des paramètres fondamentaux de ces entreprises a fait progresser la valeur de leurs obligations convertibles jusqu'à ce qu'elles soient « dans le cours » (« in the money » en anglais).

Les actions privilégiées ont également bien progressé au mois de juillet. Ce marché a bénéficié d'un sentiment positif à l'égard de la nouvelle émission d'obligations AT1 de la Banque Royale qui, nous croyons, pourrait occasionner le rachat de certaines actions privilégiées au prix de 25 \$. Cette mesure semble avoir fait progresser les prix et chuter les rendements d'autres structures en actions privilégiées, y compris ceux de Bell Canada, Husky Energy et Thomson Reuters, entre autres, que nous détenons dans le portefeuille du Fonds. Nous continuons de privilégier le marché canadien des actions privilégiées.

Ces mouvements positifs ont été contrebalancés en partie par la faiblesse de certains émetteurs en difficulté. En effet, les efforts de restructuration et de recapitalisation ont mené à une certaine volatilité sur le plan des titres de participation. Notamment, les obligations de Just Energy ont chuté pendant que le marché s'adaptait aux plans de titrisation proposés par l'entreprise. Nous continuons à faire notre possible pour obtenir les meilleurs résultats possible pour nos détenteurs de parts ainsi que pour les autres investisseurs.

### **Le marché des actions privilégiées canadiennes – l'émission AT1 de la Banque Royale fait valoir son faible prix**

Nous l'avons déjà dit, mais il vaut la peine de le répéter, nous estimons que le marché canadien des actions privilégiées est très bon marché. Les actions privilégiées perpétuelles de Weston, dont le cours ne permettait auparavant d'obtenir qu'un rendement nominal semblable à celui des obligations d'entreprises de Weston, offrent maintenant un rendement de 5,5 %, tandis que les obligations de 2032

---

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

de Weston (désavantagées sur le plan de l'impôt) n'offrent qu'un rendement de 3,2 %. Les actions privilégiées à taux révisé de Fairfax (catégorie C) offrent un rendement de 7,8 %, tandis que le rendement des obligations d'entreprise de Fairfax se situe à environ 3 %. Même en supposant que la réinitialisation du taux se fasse aux bas niveaux records actuels, ces actions de catégorie C offriraient un rendement trois fois supérieur à celui de la dette d'entreprise, et ce, après impôts.

Nous n'étions apparemment pas les seuls à estimer que les actions privilégiées étaient bon marché pour les détenteurs et dispendieuses pour les émetteurs. En juillet, nous avons regardé avec intérêt les machinations de la Banque Royale qui a créé son titre AT1, l'équivalent d'une action privilégiée. Les « obligations » AT1, qui agissent un peu comme des obligations traditionnelles, ont été saisies par les investisseurs à revenu fixe qui recherchaient désespérément des émissions canadiennes offrant des coupons supérieurs à 4 %.

Nous comprenons les calculs qu'a faits le chef de la direction financière de la Banque Royale. Si elle arrive à remplacer des participations qualifiées, qui coûtent plus de 5 % en dollars après impôts, avec les obligations AT1, versant 4,5 %, et dont les distributions **avant impôt** peuvent être déduites de la facture d'impôt de la banque, la banque en profiterait bien. La question de savoir pourquoi les investisseurs seraient prêts à remplacer des actions privilégiées dotées d'un rendement après impôts supérieur par un genre d'« obligation » privilégiée n'offrant qu'un rendement de 4,5 %, est entièrement différente.

Essentiellement, la Banque Royale a accédé à du capital bon marché (le marché obligataire en \$ CA) et elle utilise le produit pour racheter des titres qui sont dispendieux pour les émetteurs (le marché des actions privilégiées en \$ CA). Cela nous fait penser à une situation où deux lacs avoisinants se trouvent à différentes altitudes, soit 500 pieds et 1000 pieds, respectivement. Si vous creusez un canal entre les deux masses d'eau, alors l'eau se déplacera du lac supérieur au lac inférieur, du moins jusqu'à ce que les niveaux d'eau s'égalisent.

Pensez donc aux banquiers responsables des investissements de la Banque Royale comme à des Paul Bunyans de l'ère moderne. Ils creusent un canal qui commence à égaliser les rendements rajustés en fonction du risque du marché obligataire avec ceux du marché des actions privilégiées. Plus grand est le nombre d'actions privilégiées qui sont rachetées, plus les émissions d'actions privilégiées existantes deviennent rares. Et, finalement, nous sommes d'avis que ce cycle va lancer le processus tant attendu qui fera baisser les rendements sur le marché des actions privilégiées vers des niveaux fondamentalement plus raisonnables. Autrement dit, nous aimons les actions privilégiées!

### **Nouveaux achats**

Au mois de juillet, nous avons ouvert une position dans les obligations convertibles d'Intercept Pharmaceuticals, chef de file basé à New York du domaine thérapeutique des maladies du foie, dont la valeur a fortement chuté. Bien que son médicament vedette Ocaliva lui a permis d'établir une solide base de revenus, Intercept a fait face à un problème récemment. En effet, la FDA a rejeté sa demande d'approbation accélérée pour un composé qui aurait autrement pu être utilisé pour traiter la stéatohépatite non alcoolique (« SHNA »), une maladie répandue pour laquelle il n'existe toujours pas de remède. Nous avons acheté les obligations convertibles de 2023 d'Intercept à un rabais d'environ 20 % à 30 % par rapport à la valeur nominale, ce qui nous donne un rendement à l'échéance supérieur à 12 %. Avec une évaluation boursière qui se situe aux alentours de 1,5 milliard \$ et une encaisse au bilan de plus de 500 millions \$, nous sommes d'avis qu'Intercept est bien placée pour gérer une dette de moins de 700 millions \$. Nous estimons que la probabilité de défaut de sur un an est de moins de 1,0 % pour cette entreprise cotée sur le Nasdaq.

Toujours au mois de juillet, nous avons ouvert une position dans les obligations convertibles de Kelt Exploration, producteur de pétrole et de gaz canadien, qui vient d'annoncer une transaction qui permettra à l'entreprise d'avoir une trésorerie nette positive au bilan. En effet, Kelt a récemment annoncé de la vente à ConocoPhillips (important producteur de pétrole américain) de son domaine minier de Montney pour 510 millions \$ et cette transaction devrait se conclure prochainement. Dans le cadre de celle-ci, nous nous attendons à ce que les obligations de 2021 à 5 % de Kelt soient entièrement rachetées.

### **Positionnement du Fonds**

Le rendement à l'échéance du Fonds au 31 juillet était de 5,6 %, son rendement actuel était de 4,9 % et la durée moyenne de ses instruments comportant une date d'échéance était de 3,1 années. Il comporte une pondération de 4,1 % 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 4,2 % du portefeuille au 31 juillet.

Geoff Castle  
7 août 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.*