

## Une nouvelle décennie et la quête de valeur se poursuit...

6 février 2020

Le fait que la Réserve fédérale américaine ait adopté une position plutôt conciliante en matière de taux d'intérêt depuis le début de l'année 2019 a aidé à alimenter le rendement de 31,8% du S&P 500 pour l'année<sup>1</sup>. De même, les autres marchés à risque, tels que le marché américain des obligations à rendement élevé, ont obtenu des résultats forts intéressants, en hausse de 14,4%<sup>2</sup>.

Ces rendements solides ont laissé le S&P 500 à la fin de 2019, avec un multiple ratio cours/bénéfices de 21. Lorsque toutes les sociétés faisant partie du S&P 500 auront rapporté leurs bénéfices du 4e trimestre, la croissance des bénéfices devrait demeurer la même ou diminuer légèrement pour l'année 2019<sup>3</sup>.

### Évaluations très riches des actions ...

Cependant, les analystes s'attendent à une croissance des bénéfices au-delà de 10% en 2020. Spécifiquement, en date de vendredi le 24 janvier 2020, le S&P 500 se négociait à un niveau d'indice de 3,295. En se fondant sur les bénéfices prévus de 175\$ en 2020, ceci signifie une négociation d'environ 19 fois les bénéfices projetés. À l'heure actuelle, les actions se transigent à des niveaux jamais vus depuis l'époque de la bulle de l'internet il y a 20 ans<sup>3</sup>.

### ainsi que des obligations de sociétés américaines à rendement élevé.

De même, il n'est pas surprenant de constater que le marché des obligations américaines à rendement élevé se négocie à des valeurs aussi élevées. À la fin de l'année, les titres à rendement élevé offraient un rendement de 5,4%<sup>4</sup>. Ceci correspond à 370 points de base de rendement additionnel ("écart") supérieur aux obligations du Trésor américain.

Il est intéressant de voir que le rendement au 24 janvier 2020 était également de 5,4%<sup>4</sup> mais que, compte tenu d'une chute des taux des obligations gouvernementales depuis le début de l'année, l'écart se situait à 384 points de base. Il ne s'agit pas d'une augmentation significative de l'écart, mais le marché boursier (S&P 500) a connu une hausse de 2,41% au cours de cette période. Pour vous éviter des calculs, ceci équivaut à un rendement annualisé de 41,41%. Pensons à Ben Johnson aux Jeux olympique des Séoul. La drogue de choix ici s'avérant plutôt être les faibles taux d'intérêt.

Il est vrai que l'écart actuel est plus élevé que les faibles niveaux de rendement additionnel du marché des obligations américaines à rendement élevé en 2007, lorsque les écarts se situaient sous la barre des 300 points de base durant plusieurs mois. À cette époque, avant la grande dépression, le taux des obligations à rendement élevé aux États-Unis avait atteint un plancher de 7,3% et les taux des obligations gouvernementales étaient substantiellement plus élevées, soit de 4 à 5% pour les obligations du Trésor de 10 ans, comparativement aux taux de 1,5 à 2,5% au cours de la dernière année<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Dividendes réinvestis | Source: Bloomberg Finance L.P.

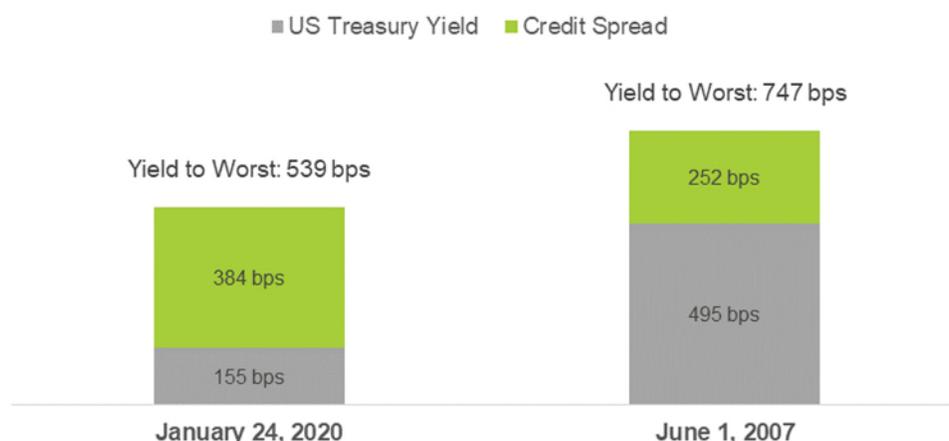
<sup>2</sup> Indice ICE BofAML US High Yield | Source: Bloomberg Finance L.P.

<sup>3</sup> Source: Bloomberg Finance L.P.

<sup>4</sup> Yield to worst; Indice ICE BofAML US High Yield | Source: Bloomberg Finance L.P.

<sup>5</sup> Source: Bloomberg Finance L.P.

### US High Yield Risk Premia: Present vs. Past Basis Points (bps)



Source: Bloomberg Finance L.P.

### Les leviers financiers des obligations de sociétés qualité supérieure et à rendement élevé atteignent des sommets sans précédent

Selon la recherche stratégique en matière de crédit de Goldman Sachs, les ratios nets des leviers financiers des sociétés médianes non-financières de qualité supérieure et à rendement élevé (par exemple: produits de base) s'approchaient des sommets les plus élevés depuis 2 décennies à la fin du 3e trimestre de 2019. Il est intéressant de constater que ceci ne découle pas d'une augmentation de l'endettement, mais d'une faible rentabilité. Compte tenu de la croissance stable à négative des bénéfices dans les sociétés du S&P 500 en 2019, ce n'est pas surprenant. Bien que ces sociétés soient en mesure de rencontrer leurs engagements à l'heure actuelle, lorsque viendra le temps de refinancer leurs emprunts, les coûts d'intérêt plus élevés, ou du moins leur perception, s'avéreront dommageable au coupon et à l'échéance voulus.

### La volatilité des marchés de crédit augmentera avec les taux ou la récession

Nous répétons fréquemment qu'en raison des niveaux élevés d'endettement dans la classe d'actifs à rendement élevé, nous croyons que les investisseurs devraient viser une compensation totale et non simplement relative. Ce concept apparaît peut-être contradictoire aux investisseurs axés sur les rendements, mais les investisseurs d'obligations de sociétés à rendement élevé ne peuvent s'attendre à recevoir davantage à l'échéance qu'un investisseur détenant un obligation du Trésor américain. Lorsque les cours sont élevés comme c'est le cas en ce moment, tout risque de crainte de récession ou de tendance donnant lieu à une augmentation des taux, est susceptible d'affecter ce marché de manière disproportionnée. Bien que les risques de tendances macro économiques planent toujours et peuvent créer des opportunités, il en va de même des réévaluations des risques dans un certain secteur ou d'une société spécifique peu corrélée au marché global.

### Acquisitions et ajouts sélectifs au cours des 12 derniers mois

Tel que mentionné dans notre rapport à l'automne 2019, la portion d'encaisse et d'équivalents d'encaisse (bons du trésor et obligations de qualité supérieure) du Fonds de titres de sociétés Lysander-Fulcra

(le «Fonds») était de 49% à la fin du troisième trimestre. Au cours des semaines suivantes en 2019 et au début de 2020, nous avons acquis quelques positions sélectives, tout en ajoutant à certaines positions existantes, diminuant ainsi la pondération des équivalents d'encaisse de 36% et augmentant le rendement à l'échéance de 6,7% à la fin du 3e trimestre à 7,4% et ce, tout en conservant une durée de 1,4 ans.

Le seul secteur du marché des obligations à rendement élevé qui n'a pas obtenu des rendements dans les deux chiffres en 2019 est le secteur énergétique. Ainsi, nous avons pu observer un niveau élevé de ventes d'obligations de sociétés dans ce secteur, sans discernement et sans égard à la qualité. Fulcra détient un producteur énergétique, NuVista, et nous avons saisi cette occasion d'en augmenter la position dans le Fonds.

NuVista est un producteur intermédiaire de pétrole et de gaz, concentré principalement sur la formation Montney, riche en condensat. Le condensat, un sous-produit de la production de gaz naturel, correspond à environ 30% de la production de NuVista, mais à 60% de ses revenus. Le condensat est crucial au maintien de la viscosité nécessaire au mouvement efficace du pétrole canadien dans les pipelines et est généralement tarifé à un niveau plus élevé que le pétrole, puisque le Canada est un importateur net de condensat en provenance des États-Unis.

Bien que la concentration de la société sur le marché du condensat soit logique sur le plan stratégique, c'est leur capacité à augmenter ou à diminuer leurs dépenses en capital en vue d'augmenter leur production, selon le contexte des cours des produits de base, qui lui permettra de protéger son faible endettement actuel de 2,0 fois.

La plus récente acquisition du Fonds de la seule obligation de NuVista en circulation (220\$ millions CAN), venant à échéance en mars 2023, était au taux de 8,6%. Ceci se compare favorablement aux nouvelles émissions récentes de MEG Energy (endettement de 4,5 fois) et de Baytax (endettement de 2,2 fois) avec un taux / échéance de 7,125% / février 2027 et de 8,75% / avril 2027 respectivement. À notre avis, les caractéristiques solides de crédit de NuVista et la valeur de sa base de ressources inexploitées lui permettront de pouvoir faire appel aux banques et au marché sécurisé pour refinancer ses obligations au besoin.

Ceci étant dit, avec les acquisitions effectuées au cours des deux derniers mois, l'encaisse disponible du Fonds demeure toujours à des sommets jamais vus, à 36% du Fonds. Au moment d'écrire ces lignes le coronavirus freine les marchés à risque. La nature humaine a l'habitude de se fier à un événement historique (ex: SARS) pour y transposer une réalité actuelle. Cette habitude a la fâcheuse tendance de mettre les investisseurs dans le pétrin lorsqu'elle est traitée cavalièrement. À l'heure actuelle, les taux sont plus faibles, le marché boursier se négocie à des valeurs plus élevées et la Chine représente une part beaucoup plus importante de l'économie mondiale. Or, ce sont tous des risques qui doivent être évalués avec soin.

*Ce document a été préparé conjointement par Lysander Funds Limited ("Lysander") et Fulcra Asset Management Inc. ("Fulcra ") uniquement à des fins d'information. Les renseignements contenus aux présentes ne doivent pas être interprétés comme constituant des conseils légaux, fiscaux ou de placement et sont fournis "en l'état". Lysander et Fulcra n'effectuent aucune représentation et n'offrent aucune garantie à l'égard des renseignements contenus aux présentes. Ceux-ci sont sujets à changement sans préavis. Lysander et Fulcra ne s'obligent aucunement à les mettre à jour en tout ou en partie. Certains renseignements contenus aux présentes proviennent de sources présumées fiables et/ou crédibles. Lysander et Fulcra n'assument aucune responsabilité en regard de l'exactitude, l'actualité, la fiabilité ou la justesse de renseignements provenant de sources externes. Rien dans ce document ne doit être considéré comme une recommandation d'achat, de vente ou de vente à découvert d'un titre spécifique.*

*Lysander est le gestionnaire de fonds d'investissement du Fonds de titre des sociétés Lysander-Fulcra (le "Fonds").*

*Fulcra est le gestionnaire de portefeuille du Fonds.*

*Dans ce document, les termes "nous", "notre" et "nos" reflètent à Fulcra.*

*Des commissions, commissions de suivi, frais de gestion et déboursés peuvent tous être associés à des placements. Veuillez prendre connaissance du prospectus avant d'investir. Les fonds d'investissement ne sont pas garantis, leur valeur peut varier fréquemment et il est possible que les rendements antérieurs ne se reproduisent pas.*

*Cette présentation pourrait contenir des hypothèses constituant des «énoncés prospectifs». Les énoncés concernant les objectifs, buts, stratégies, intentions, projets, convictions, attentes et estimations d'un fonds ou d'une entité et leurs affaires, activités, rendements financiers et conditions constituent des énoncés prospectifs. Les termes «croire», «attendre», «prévoir», «estimer», «entendre», «viser», «être», «devoir», «pouvoir» et tout autre expression similaire, de même que leur forme négative, sont destinés à identifier les énoncés prospectifs, bien que les énoncés prospectifs ne contiennent pas tous ces termes identifiables. Ces énoncés prospectifs sont assujettis à divers risques et incertitudes qui pourraient faire en sorte que les résultats soient considérablement différents des résultats prévus. Le lecteur ne devrait pas se fier indûment sur ces énoncés prospectifs. Bien que Lysander et Fulcra considèrent ces risques et incertitudes comme étant raisonnablement fondées sur les renseignements actuellement disponibles, ceux-ci pourraient s'avérer inexacts.*

*Rien dans ce document ne doit être considéré comme une recommandation d'achat, de vente ou de vente à découvert d'un titre spécifique. Tout titre spécifique discuté aux présentes ne l'est qu'à titre d'illustration du processus de sélection de titres du gestionnaire de portefeuille. Le Fonds peut vendre ces titres à tout moment ou acheter des titres qui avaient été vendus précédemment. Les titres ou les positions courtes peuvent augmenter ou diminuer de valeur après la date des présentes et en conséquence, le Fonds peut gagner ou perdre de l'argent sur ces investissements. Les énoncés du gestionnaire de portefeuille dans leurs commentaires ne servent qu'à illustrer leur approche de gestion du Fonds et le lecteur ne doit pas s'y fier pour toute autre perspective.*

*La source de tous les indices ICE BofAML est ICE BofAML Indexes. Toute utilisation ou divulgation non-autorisée est interdite. Rien aux présentes ne doit être interprété comme modifiant les droits et obligations légaux contenus aux ententes conclues entre quelque entité de ICE Data Services ("ICE") et leurs clients, à l'égard de tout indice ou produit ou service indiqué aux présentes. Les renseignements fournis par ICE et contenus aux présentes sont sujet à changement sans préavis et ne constitue aucune forme de représentation ou d'engagement. ICE et ses sociétés affiliées n'offrent aucune garantie que ce soit, expresse ou tacite, quant à la commercialité et la convenance pour un but particulier ou tout autre sujet en lien avec les renseignements fournis. Sans limiter la portée de ce qui précède, ICE et ses sociétés affiliées n'effectuent aucune représentation et n'offrent aucune garantie d'exhaustivité ou de d'absence d'erreur, d'omissions ou de défauts en regard des renseignements fournis aux présentes. Tout renseignement fourni par ICE appartient à ICE ou fait l'objet d'une licence concédée à ICE. ICE conserve la propriété exclusive des indices ICE, incluant les indices ICE BofAML et les données analytiques utilisées pour créer cette analyse. ICE pourra, à son entière discrétion, sans préavis et en tout temps, réviser ou mettre fin aux renseignements des indices et données analytiques de ICE. Les renseignements indiqués dans cette analyse ne sont destinés qu'à l'usage interne et toute rediffusion de ces renseignements est expressément interdite.*

*Ni l'analyse, ni les renseignements contenus aux présentes ne constituent un conseil d'investissement, une offre ou une invitation à offrir d'acheter ou de vendre tout titre ou toute option, contrat à terme ou produit dérivé lié à ces titres. Les renseignements et les calculs contenus dans cette analyse ont été obtenus de diverses sources, incluant des sources autres que ICE et ICE n'en garantit pas l'exactitude. Avant de vous fier à tout renseignement de ICE et/ou d'exécuter une opération sur titre sur la base de tels renseignements de ICE, vous êtes invités à consulter votre courtier ou autre représentant financier, afin de vérifier les renseignements tarifaires. Il n'existe aucune assurance que les résultats hypothétiques seront identiques aux résultats réels sous quelque conditions de marché que ce soit. LES RENSEIGNEMENTS DE ICE SONT FOURNIS "EN L'ESPÈCE". NI ICE, NI SES SOCIÉTÉS AFFILIÉES, NI LEURS FOURNISSEURS DE DONNÉES EXTERNE NE SERONT RESPONSABLES ENVERS TOUT USAGER OU TOUTE AUTRE PERSONNE, POUR L'INTERRUPTION, L'INEXACTITUDE, LES ERREURS OU LES OMISSIONS, QUELLE QUE SOIT LA CAUSE, EN REGARD DE TOUT RENSEIGNEMENT FOURNI PAR ICE OU POUR TOUT DOMMAGE EN RÉSULTANT. En aucun cas ICE ou ses sociétés affiliées, leurs employés, dirigeants, administrateurs ou agents n'assumeront quelque responsabilité que ce soit envers toute personne ou entité, en lien ou découlant de ces analyses des renseignements ou des indices contenues aux présentes.*

*®Lysander Funds est une marque de commerce déposée de Lysander Funds Limited*