

Avril 2019

### En mode grotesque

Le marché des obligations de sociétés à rendement élevé a franchi la ligne de départ de l'année 2019 à la manière du « Stig »<sup>1</sup> testant la capacité d'accélération de 0 à 60 m/hr de la Tesla S. Les résultats du premier trimestre de l'indice ICE BofAML US High Yield (« l'indice à rendement élevé ») se sont clôturés au taux surprenant de 7,41%. En excluant les résultats des deuxième et troisième trimestres de 2009, lesquels s'étaient clôturés à des taux respectifs ahurissants de 23,20% et 14,82%, le résultat du premier trimestre de cette année s'avère être le meilleur depuis la création de l'indice à rendement élevé, en 1986.

Depuis février 2017, l'écart des titres à rendement élevé demeurait constamment sous la barre des 400 points de base, jusqu'à ce qu'une aversion aux risques s'empare des marchés en novembre 2018. Cependant, les forts rendements de l'indice à rendement élevé depuis le début de l'année sont passés à un niveau qui ne représente pas une bonne valeur à notre avis.

En date du 18 avril 2019, l'indice à rendement élevé était en hausse de 8,55% depuis le début de l'année, avec un rendement réel de 6,14% et un écart (en fonction des options) de 373 points de base.

### Écart des titres à rendement élevé aux États-Unis en fonction des options (points de base)



Il est vrai que les résultats du Fonds de titres de sociétés Lysander-Fulcra (le « Fonds ») depuis le début de l'année sont modestes comparativement à ceux de l'indice à rendement élevé. Cependant, notre approche concentrée nous a permis d'augmenter certaines de nos positions au cours du premier trimestre de 2019 et ce, à des cours très intéressants malgré la reprise rapide du cours de plusieurs émissions d'obligations de sociétés composant l'indice à rendement élevé.

Par exemple, l'obligation du producteur de gaz naturel Montney, Canbriam Energy Inc. est une position existante du Fonds. Le cours du coupon de l'obligation de 350\$US millions à 9,75% échéant en novembre 2019 a chuté de près de sa valeur nominale au 4<sup>e</sup> trimestre de 2018, aux alentours de 80\$ à la fin du mois de mars 2019. Nous n'interprétons pas la chute du cours de l'obligation de Canbriam Energy, laquelle coïncide avec les récentes liquidations du marché, comme un aspect négatif de notre processus fondamental, mais plutôt comme une opportunité de contribuer à des rendements plus élevés dans l'avenir, tout en assumant moins de risque. En raison de notre conviction relative aux affaires et à l'évaluation de Canbriam Energy, nous en avons fait notre position la plus importante du Fonds à la fin du premier trimestre de 2019.

Cette simple règle de valeur fondamentale en investissement est facilement oubliée en période de volatilité négative. Surmonter et tirer parti des sautes d'humeur des marchés exige la discipline de se concentrer sur des connaissances fondamentales.

En date du 28 mars 2019, les investissements en obligations du Fonds produisaient un rendement de 8,1%, avec une durée de 1,5, comparativement à un rendement de 8,2% et une durée de 1,7 ans à la fin de 2018.

#### **Est-ce par pure coïncidence que Oaktree a accepté d'être acquise par Brookfield?**

L'augmentation subite du groupe d'opportunités en difficulté de la fin 2018 a été tout aussi rapidement éliminée au cours du premier trimestre 2019. Avec l'annonce, à la mi-mars 2019, de l'acquisition de la société Oaktree par Brookfield, nous nous étions demandés si l'évaporation d'une opportunité d'investissement n'avait pas fait en sorte de frustrer Howard Marks et son équipe.

Après tout, le pourcentage de l'indice des obligations à rendement élevé en difficulté aux États-Unis<sup>1</sup> demeure très faible comparativement l'ensemble de l'indice à rendement élevé aux États-Unis.

**% des titres à rendement élevé en difficulté aux États-Unis du marché global des titres à rendement élevé aux États-Unis**



Source: Indice ICE BAML US Distressed High Yield Index par l'entremise de Bloomberg

Puisque Oaktree et Brookfield sont en discussion depuis l'été 2018, il est clair que Oaktree n'a pas simplement « jeté la serviette ». Notre désir de bien comprendre cette transaction s'explique par la constatation qu'un gestionnaire en investissement indépendant de premier plan, que nous admirons par ailleurs depuis plusieurs années, ait décidé de renoncer ainsi à son individualité.

Peut-être ne devrions pas nous surprendre de ce résultat, puisque Oaktree avait décidé il y a longtemps de devenir une société publique. Ce premier pas dans le secteur privé en est un parmi tant d'autres dans de cadre de l'évolution d'une maximisation de son évaluation pour les fondateurs. De plus, nous soupçonnons que certains actionnaires étaient insatisfaits des rendements de l'action, laquelle se négociait récemment tout près des cours de son PAPE il y a 7 ans, et étaient en faveur d'une transaction avec Brookfield. Il est effectivement fort probable qu'un détenteur de parts dans certains fonds de Oaktree ait obtenu de meilleurs résultats qu'un actionnaire au cours de cette période de 7 ans. Or, la situation ne devrait-elle pas être inversée!?

Un autre facteur potentiel ayant contribué à la décision de Oaktree peut se déduire du premier commentaire de M. Mark depuis l'annonce de Brookfield (<https://www.oaktreecapital.com/docs/default-source/memos/growing-the-pie.pdf>). Dans ce dernier, il discute de l'érosion de la confiance du public en regard du capitalisme. Tenter d'obtenir la faveur d'investisseurs canadiens qui partagent les mêmes idées pourrait être interprété comme un couvert à l'encontre d'une vague naissante anticapitaliste aux États-Unis.

Il existe plusieurs facteurs contributifs ayant joué un rôle dans la décision de Oaktree d'accepter d'être acquise par Brookfield, mais ce n'est certainement pas en raison d'une diminution des opportunités d'investissement dans le secteur du crédit. Depuis 2009, le montant nominal d'obligations de sociétés à rendement élevé aux États-Unis a presque doublé. De même, la croissance et la popularité des prêts à effet de levier parmi les investisseurs de détail, ainsi que les structures de prêts à faibles engagements créeront des opportunités fantastiques pour les investisseurs ayant les compétences et le mandat de les saisir.

Non pas que Brookfield nous ait approchés, mais pour notre part, nous apprécions grandement notre indépendance et dans notre 10<sup>e</sup> année d'exploitation, nous demeurons enthousiastes face aux 10 prochaines années d'opportunités. Comme toujours, n'hésitez pas à communiquer avec nous si vous avez quelque question ou commentaire que ce soit à l'égard de ce commentaire et/ou du Fonds.

## Avertissements

Cette présentation est préparée conjointement par Lysander Funds Ltd et Fulcra Asset Management Inc. (« Fulcra ») et ne constitue pas une invitation à investir dans le Fonds de titres de sociétés Lysander-Fulcra (le « Fonds »). Dans ce document les terme « nous » et « notre » fait référence à Fulcra, le gestionnaire de portefeuille du Fonds.

Ce document n'est pas un appel public à l'épargne. L'achat de parts du Fonds ne peuvent être effectuées que par l'entremise d'un professionnel en placements, conformément aux modalités de son prospectus simplifié, par des investisseurs qualifiés. Les acquéreurs de parts du Fonds pourraient avoir des recours statutaires ou contractuels.

Des commissions, commissions de suivi, frais de gestion et déboursés peuvent tous être associés à des fonds d'investissements. Veuillez prendre connaissance du prospectus simplifié avant d'investir. Les taux de rendement indiqués sont fondés sur les valeurs nettes actives par part et sont nets des frais de gestion, dépenses opérationnelles et taxes applicables. Ces rendements comprennent les changements de valeur des parts et le réinvestissement de toutes les distributions et ne tiennent pas compte de certains frais, tels que les impôts, frais d'acquisitions et frais facultatifs payables par les détenteurs de parts et qui auraient pour effet de réduire les rendements.

Les parts de série F ne sont disponibles qu'aux investisseurs qualifiés détenant un compte à commission auprès de leur courtier. Aucun frais de vente, ni commission de suivi n'est payable sur les parts de série F, mais les investisseurs pourraient avoir à verser d'autres frais à leur courtier pour des conseils de placement et autres services.

Rien dans ce document ne doit être interprété comme constituant des conseils légaux, fiscaux ou de placement, ou comme une opinion concernant le caractère approprié de tout placement, ni une sollicitation de quelque nature que ce soit.

Cette communication, publiée conjointement par Lysander Funds Limited et Fulcra, a été préparée uniquement à des fins indicatives et est fournie « en l'état ». Lysander Funds Limited et Fulcra ne fournissent aucune garantie ou représentation quant aux renseignements contenus aux présentes. Les opinions exprimées aux présentes sont uniquement celles de Lysander Funds Limited et de Fulcra.

Rien dans ce document ne doit être interprété comme une recommandation d'achat, de vente ou de vente à découvert d'un titre quelconque. Tout titre spécifique discuté aux présentes n'est qu'une illustration du processus de sélection de titres du gestionnaire. Le Fonds peut vendre ces titres en tout temps ou acheter des titres qui avaient précédemment été vendus. Les titres ou positions à découvert peuvent augmenter ou diminuer de valeur après la date des présentes et le Fonds peut en conséquence enregistrer une perte ou un gain en regard de l'investissement dans ces titres. Les énoncés effectués par le gestionnaire de portefeuille dans ses commentaires sont destinés à illustrer son approche de gestion du Fonds et ne doit pas être utilisé à quelque autre fin que ce soit.

Ce document pourrait contenir des hypothèses constituant des « énoncés prospectifs ». Les énoncés concernant les objectifs, buts, stratégies, intentions, projets, convictions, attentes et estimations du Fonds 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. Bien que Fulcra considère ces risques et incertitudes comme étant raisonnablement fondés sur les renseignements actuellement disponibles, ceux-

ci pourraient s'avérer inexacts. Les renseignements contenus aux présentes sont susceptibles de changer sans préavis. Fulcra n'assume aucune obligation de mettre à jour ces renseignements, en tout ou en partie.

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.