

Clips sonores Signature

Juin 2012



Signature
GLOBAL ADVISORS

Le rendement des titres mondiaux est encore intéressant

par Geof Marshall

Le mois de mai aura été un bon exemple pour expliquer la ferveur des investisseurs pour les valeurs mondiales génératrices de rendement. Au cours du mois, les obligations à rendement élevé ont perdu 1,2 % contre 6 % pour les actions. Les titres à rendement élevé continueront à surperformer dans les marchés baissiers, mais pourrait sous-performer dans un environnement haussier. Cette tendance devrait se maintenir, à moins que le marché du rendement élevé connaisse des problèmes spécifiques tels qu'un endettement excessif. Mais cette situation est improbable puisque la tendance mondiale est au désendettement.

Les valorisations sont hétérogènes. Les obligations se négocient en moyenne à 99 \$. Les rendements sont un peu à la traîne en comparaison historique à 7,8 %, mais les écarts sont plus importants que la moyenne à 690 points de base au-dessus des bons du Trésor américain et 129 pb au-dessus des obligations ayant une cote élevée de solvabilité. De plus, le levier agrégé (dette par rapport aux flux de trésorerie) est de 3,2X, également faible en comparaison historique. Les valorisations des titres à rendement élevé semblent être bien soutenues aux niveaux actuels. Le portefeuille à rendement élevé de Signature dégage actuellement un rendement de 7,8 %, pour une qualité de crédit moyenne comprise entre BB- et B+. La majorité des titres détenues (90 %) sont notées B ou plus.

Nouveaux titres

Emprunt à terme Telesat Canada de catégorie B – Telesat Canada est l'entreprise de communications par satellite vendue par BCE il y a cinq ans. Elle dégage des marges très élevées. Cet actif est un emprunt, et non une obligation à rendement élevé. Les obligations à rendement élevé ne sont généralement pas garanties et versent un coupon fixe. En revanche, les emprunts sont garantis et versent un coupon à taux variable. Ce taux est déterminé par ceux des acceptations bancaires, auxquels sont ajoutés 375 points de base, avec un plancher à 125 pb, pour un rendement de 5%. Nous avons acheté l'emprunt au-dessous du pair à 99 \$, ce qui porte le rendement équivalent à 6 %. L'emprunt est noté Ba3/BB-.

Emprunt à terme Gibson de catégorie B – Signature investit dans des obligations Gibson Energy depuis près de cinq ans et dans les actions de la société depuis un an. L'entreprise dispose d'infrastructures énergétiques dans l'Alberta. L'emprunt est rémunéré au taux LIBOR plus 375 pb, avec un plancher à 100 pb. Nous avons acheté l'emprunt à 99,50 \$. Il dégage actuellement un rendement de 5,5 % (taux variable). L'emprunt est noté Ba2/BB-.

Clips sonores Signature

Juin 2012



Obligation à rendement élevé Inmet Mining, 8,75 %, échéance 2020 – Ce producteur de cuivre canadien émet son premier titre sur le marché des titres à rendement élevé, mais Scott Vali, expert des ressources à Signature, le suit depuis des années. L'emprunt est noté B1/B+.

Obligation à rendement élevé Allied Nevada, 8,75% en dollars canadiens, échéance 2019 – Allied Nevada est un producteur d'or canadien. L'emprunt est noté B3/B.

Les emprunts à taux variable et l'exposition à l'or protègent contre l'inflation et(ou) la hausse des taux d'intérêt.

Le trésorerie représente 15% du Fonds de rendement diversifié Signature. Sa part est légèrement plus faible dans le Fonds de revenu élevé Signature. Les titres à rendement élevé occupe une place prépondérante dans les fonds de revenu Signature, avec une part respective de 37 % dans le Fonds de revenu élevé Signature et de 42 % dans le Fonds de rendement diversifié Signature.

Le changement de cap de l'industrie pharmaceutique aboutira à une révision des notations

par Rui Cardoso

À Signature, nous anticipons un prochain revirement dans le secteur des soins de la santé, en particulier dans les actions pharmaceutiques. Voilà dix ans que les notations du secteur sont en baisse et nous pensons qu'il est en mesure de dégager des bons rendements. Par conséquent, nous le surpondérons. Il s'agit d'un secteur très défensif, aux actions bon marché, qui verse de bons dividendes. Les bilans des entreprises sont relativement sains et les prévisions sont faibles. En somme, tous les ingrédients sont réunis pour générer des excédents de rendement.

Autorisations de Food and Drug Administration

En 2004, le Food and Drug Administration avait retiré du marché le médicament Vioxx, produit par Merck, pour des raisons de sécurité. Le Congrès et le public avaient violemment réagi. De 2004 à 2007, le FDA a modifié l'ordre de ses priorités, délaissant l'efficacité des nouveaux médicaments en faveur d'une politique de la « sécurité avant tout ». Le nombre d'autorisations accordées a chuté depuis. Par conséquent, les laboratoires pharmaceutiques ont dû revoir leurs portefeuilles de produits en développement, abandonnant leur stratégie d'imitation pour des produits aux profils de sécurité bien compris. Après quelques années de chaos, les premiers médicaments issus des nouveaux projets de développement ont été soumis à approbation en 2008-2009. Le nombre d'autorisations s'approche progressivement du niveau atteint en 2002.

Clips sonores Signature Juin 2012



Nous ne pensons pas que l'équation « autorité de contrôle rationnelle + laboratoires plus clairvoyants = plus d'autorisations » a été intégrée dans le cours des actions pharmaceutiques. Les laboratoires présentent d'énormes lacunes dans leurs portefeuilles, lesquelles provoquent progressivement une « pénurie de brevets ». Mais il faut du temps pour reconstituer les portefeuilles de développement. Bien que nous tablions sur une baisse ou une stagnation des revenus des laboratoires pharmaceutiques dans les deux prochaines années, les valorisations actuelles ne reflètent pas un rebond de la productivité de la R&D à partir de la commercialisation de ces nouveaux médicaments. Elles reflètent plutôt de plus hauts niveaux d'investissement, une baisse des rendements des investissements et des activités en phase terminale. Hormis la refonte de la R&D dans certains laboratoires, le secteur a aussi entièrement revu et corrigé sa base de coûts, surtout les frais de ventes, frais généraux et administratifs. Les commerciaux qui démarchaient les mêmes médecins avec des médicaments similaires ont disparu du paysage. Les médicaments innovants peuvent se vendre au prix fort et s'écouler en raison de leurs simples caractéristiques, sans l'appui de nombreux représentants médicaux.

Clips sonores Signature

Juin 2012



Reviement dans l'industrie pharmaceutique

Notre première titre en portefeuille est Eli Lilly, essentiellement en raison de l'amélioration de la productivité de sa R&D et de son potentiel de croissance sous-estimé dans l'une de ses franchises principales, les traitements du diabète. Eli Lilly avait par exemple quatre médicaments en phase trois en 2006-2007. Le laboratoire en compte désormais 12. À titre de comparaison, ses 12 médicaments en phase trois font bonne figure face aux 12 actifs en phase trois de Pfizer, dont la capitalisation boursière est trois fois et demi plus importante (170 milliards de dollars américains contre 48 milliards pour Lilly).

Les traitements du diabète représentent actuellement 25 % de l'activité de Lilly et atteindront près de 45 à 50 % dans quatre à cinq ans. L'Organisation mondiale de la santé table sur un doublement de l'incidence du diabète entre 2010 et 2020. Le diabète touche une plus large population en Chine que dans le monde développé. Il constitue un marché énorme, à l'offre insuffisante. Les traitements ne couvrent pas toute la population concernée. Trois grands producteurs d'insuline se partagent 90% du marché mondial: Sanofi, Lilly et Novo Nordisk. L'insuline demeure un secteur de croissance attrayant, aux barrières d'entrée élevées.

La Chine est un vaste marché sous-exploité. Elle dépense aujourd'hui 5,5 % de son PIB dans la santé. Le gouvernement a étendu l'accès aux soins et il construit des hôpitaux et des cliniques en zone rurale depuis une dizaine d'années. À l'heure actuelle, 5,5 millions de diabétiques reçoivent un traitement en Chine, alors qu'ils sont 75 millions à souffrir de la maladie. L'activité insuline de Lilly a progressé de 40 % en Chine ces dernières années et il est très probable qu'elle poursuive sa croissance à un rythme soutenu.

Nous attendons une hausse du potentiel des médicaments en développement car les prévisions pour les taux d'autorisation et le potentiel du marché restent très faibles. Nous estimons que la valeur des portefeuilles de développement des laboratoires pharmaceutiques est limitée. La valorisation des laboratoires est bon marché eu égard à leur activité principale. Nous misons essentiellement sur des médicaments peu coûteux de leur portefeuille de développement. Nous encaissons un dividende de 4,7 %, le marché n'ayant pas encore compris que Lilly n'est pas en phase de déclin terminal.

Marchés émergents

Fleury SA est un laboratoire de diagnostic brésilien. Le système de santé brésilien est financé par des fonds publics, mais le pays dépense seulement 5,5 % de son PIB dans la santé. (À titre de comparaison, les États-Unis consacrent 16 % au secteur.) L'assurance privée ne cesse de se développer au Brésil. Elle comble l'insuffisance du système public. La croissance sera donc au rendez-vous pour un bon nombre de tests et types de services proposés par Fleury. Parallèlement à la croissance organique permise par un meilleur accès aux soins, Fleury peut accélérer sa croissance en réalisant des acquisitions et en étendant son rayon d'action. Fleury est le deuxième plus grand laboratoire de diagnostic du pays, mais il ne détient que 6 % de parts de marché. Dasa, le numéro un du secteur, en totalise seulement 10 %. Le reste du marché est très fragmenté. Compte tenu de l'accès croissant à l'assurance et aux nouveaux tests et

Clips sonores Signature

Juin 2012



services, nous pensons que Fleury peut croître de 10 à 15 % par an au cours des 5 à 10 prochaines années. Son expansion pourrait même avoisiner les 30 % si le laboratoire acquiert d'autres enseignes. L'entreprise est bien gérée par une équipe de direction professionnelle et elle se négocie à des cours bon marché compte tenu des facteurs économiques fondamentaux.

Titre de base

Amgen est une société de biotechnologies majeure spécialisée dans les médicaments destinés aux marchés de la dialyse, de l'ostéoporose et du cancer. Ses opérations actuelles sont relativement stables puisque le nombre croissant de médicaments matures pour la dialyse est contrebalancé par l'arrivée sur le marché de nouveaux traitements de l'ostéoporose et du cancer. Viennent s'y ajouter quelques actifs intéressants dans le portefeuille de développement, qui ne sont selon nous pas encore intégrés aux valorisations actuelles. L'entreprise affiche un bilan solide et génère un excédent de liquidité important. Elle vient de racheter 20 % de ses actions et elle est en mesure d'en racheter 10 % par an. Elle dégage un rendement des flux de trésorerie disponibles de 10 %. Tant que le gouvernement continuera de prendre les bonnes mesures (racheter ses propres actions à des cours faibles), la détention de l'action nous paraîtra adéquate.

Les soins de santé représente un peu moins de 10% du Fonds canadien sélect Signature, un niveau à peu près équivalent à sa part dans l'indice MSCI Mondial, mais beaucoup plus élevé que dans l'indice S&P/TSX.

Clips sonores Signature Juin 2012



Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur fluctue fréquemment et les rendements passés pourraient ne pas se répéter. Ce commentaire est fourni à titre de source générale d'information et ne doit pas être considéré comme un conseil personnel de placement ou une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat de titres.