

ROC PREF III CORP.

ACTIONS PRIVILÉGIÉES AVEC COTE P-2 (FAIBLE)

MISE À JOUR – MARS 2007

 CONNOR, CLARK & LUNN

MARCHÉ DES CAPITAUX

CE QUI S'EST PRODUIT

Standard & Poor's a annoncé récemment que la cote des actions privilégiées de ROC Pref III Corp., qui étaient sur la liste de surveillance du crédit depuis le 16 novembre 2006, a été abaissée de P-2 (moyen) à P-2 (faible) et les actions ne sont plus sous surveillance.

Les actions privilégiées ont été placées sur la liste de surveillance et leur cote a été ensuite abaissée, parce que la cote de crédit de plusieurs sociétés dans le portefeuille a été réduite. Ces baisses sont principalement motivées par des opérations d'acquisition par emprunt. Depuis le début de 2007, le rendement du portefeuille de référence a été positif, tant en termes absolus que relativement aux marchés du crédit en général. Cependant, la très vive activité enregistrée récemment au chapitre des acquisitions par emprunts a entraîné plusieurs baisses de cotes de crédit dans des titres composant le portefeuille, qui se retrouvent à un niveau inférieur à la qualité pour investir. Par conséquent, cela a entraîné un impact sur la cote du billet lié au crédit (BLC) et celle des actions privilégiées. La vague actuelle d'acquisitions par emprunts est principalement alimentée par un environnement de crédit globalement très robuste par rapport à la perspective historique, et par les coûts très bas liés aux emprunts pour les sociétés de qualité inférieure.

COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE

- Les actions privilégiées ROC Pref III se négocient à une valorisation très bon marché comparativement à leur cote, même après que celle-ci ait baissé.
- La valeur liquidative évolue de façon raisonnablement positive. Au cours actuel de 23,14 \$, elle à son plus haut niveau depuis 18 mois (depuis août 2005). La valeur liquidative est une meilleure indication du sentiment du marché à l'égard du portefeuille que ne l'est la cote de crédit.
- ROC III arrive à maturité. Dès ce mois-ci, il lui restera 5 ans jusqu'à l'échéance, et la stabilité de sa cote de crédit devrait s'améliorer. Plus le temps passe et les probabilités de défauts décroissent. D'ailleurs, elles s'améliorent de plus en plus rapidement quand il reste moins de cinq ans

COMPARABLES, SELON LE COURS DE CLÔTURE AU 7 MARS

Actions privilégiées	Cote	Rendement à l'échéance	Traitement fiscal	Équivalent en dividendes	Équivalent d'obligations	Années restantes
ROC Pref III Corp	P-2(faible)	6,87 %	RDC	7,00 %	10,41 %	5,0
Sixty Split Corp.	Pfd-2(faible)	4,68 %	DIV	4,68 %	7,19 %	4,0
High Income Pref Corp.	Pfd-2(faible)	4,90 %	DIV	4,90 %	6,14 %	5,3
Charterhouse PSI	Pfd-2(faible)	5,86 %	RDC	6,21 %	9,23 %	7,4

d'échéance. Dans le cas de sociétés de qualité pour investir, les probabilités de défaut baissent à raison d'environ 20 % par an entre la 7^e et la 5^e année, Puis, entre la 5^e et la 4^e année, ce taux grimpe à 27 % et il atteint 34 % entre la 4^e et la 3^e année.

- Le gestionnaire des placements a exprimé qu'il maintenait toute sa confiance dans le portefeuille, relativement aux risques de défaut. Afin d'améliorer la qualité de crédit, de nombreuses transactions ont été effectuées dans le portefeuille lors des derniers neuf mois. Le compte de réserve de transactions est suffisant pour permettre au gestionnaire d'effectuer au besoin des opérations à caractère défensif.
- Les transactions de portefeuille peuvent rehausser sa cote moyenne et contribuer à stabiliser celle des actions privilégiées sans nécessairement améliorer les probabilités de défaut dans le portefeuille. Selon le gestionnaire des placements, en procédant à des transactions visant à rehausser le niveau général de la cote de crédit sans réduire les possibilités de défauts, le compte de réserve de transactions serait gaspillé. Ce compte, en effet, est un actif important qui n'est pas pris en considération lors de l'établissement de la cote de crédit. Donc, le gestionnaire des placements peut permettre aux actions privilégiées de subir une baisse de leur cote de crédit si les transactions qu'il aurait fallu exécuter pour l'éviter n'auraient pas amélioré la qualité générale du crédit du portefeuille.
- Le niveau élevé de baisses de cotes dues aux acquisitions par emprunts pose un risque pour la cote des actions privilégiées, mais le gestionnaire des placements ne craint pas d'augmentation du risque des défauts.
- Bien que les baisses de cotes soient devenues plus fréquentes en raison du financement à effet de levier utilisé afin d'acquérir des actifs de qualité pour investir, le taux de défauts demeure très bas.
- **À noter :** Une acquisition par emprunt est une transaction financée par une dette, habituellement par le biais d'emprunts bancaires et par émission d'obligations, dans le but de privatiser une société ouverte. En raison de la forte proportion de dette par rapport au capital dans la société, quand la transaction est terminée, les obligations de telles sociétés sont habituellement cotées à un niveau inférieur à la qualité pour investir.

Suite au verso ...

 **NOTE DU GESTIONNAIRE DES PLACEMENTS SUR PLUSIEURS SOCIÉTÉS EN PARTICULIER**

- Nous ne croyons pas que dans le cas de quatre des sociétés touchées par des acquisitions par emprunt (soit, Sabre, Qantas, ClearChannel et Tribune), le risque de défaut ait substantiellement augmenté sur le court terme. Chacune de ces sociétés aura un effet de levier financier plus prononcé quand les transactions seront complétées. La transaction de ClearChannel devrait s'achever à la fin de 2007. Qantas a surmonté un important obstacle quand elle a reçu l'approbation gouvernementale et la transaction devrait être complétée au premier semestre. Celle de Sabre est prévue pour juin 2007. La transaction de Tribune doit encore être annoncée. Bien que nous saisissons toutes les occasions de liquider nos placements dans des sociétés touchées par des acquisitions par emprunt, nous savons aussi que ces transactions sont soigneusement structurées par des investisseurs actionnaires et par des dirigeants d'entreprises hautement motivés, et nous ne nous attendons pas à ce que ces sociétés s'affaiblissent rapidement. De plus, ces sociétés se retrouvent habituellement avec d'amples réserves de liquidités au lendemain de leurs grandes opérations de refinancement par emprunt.
- Radioshack a éprouvé des difficultés à se transformer en passant du statut de détaillant terne et peu attrayant à celui de fournisseur convivial de produits et services d'électronique s'adressant aux consommateurs. D'importantes questions sont toujours en suspens, y compris les défis du marché des communications sans fil et le rétrécissement des marges sur des produits majeurs comme les téléviseurs à écran plat, mais le bilan demeure solide et la création de flux de liquidités disponibles devrait demeurer positive pendant que la société continue à réduire ses dépenses. Elle a fermé 505 magasins et éliminé 7 000 emplois depuis que le spécialiste en redressement d'entreprises Julian Day est devenu chef de la direction en juillet.
- SG&A s'est inscrite en baisse de 16 % au quatrième trimestre et la société a produit des flux de trésorerie positifs pendant trois trimestres d'affilée. Les écarts ont réagi fortement aux récents résultats d'exploitation positifs, avec une forte surperformance par rapport au marché. De plus, l'action Radioshack affiche un rendement de plus de 50 % depuis le début de l'année. Le risque d'une acquisition par emprunt ne peut être ignoré, mais si le redressement continue à s'affirmer aussi positivement, ce risque diminuera substantiellement.
- TDS a été éliminée du portefeuille le 3 mars 2007. Nos préoccupations ont fait suite à une enquête comptable interne qui a entraîné des redressements de comptes substantiels. Même si les montants n'ont pas été alarmants, le risque d'autres redressements pouvant survenir encore et notre manque de confiance envers les dirigeants de la société nous ont conduits à liquider la position.
- La position en portefeuille dans TSU a été liquidée le 3 mars 2007. Comme nous nous attendions à une cote de niveau B, les écarts n'ont pas compensé le risque. Cette transaction a aussi été motivée par une autre occasion plus attrayante avec un meilleur écart.

- Avec leurs cotes de niveau B, Ford Motor Credit Corporation et Lear Corp. sont les deux sociétés possédant la cote la plus basse dans notre portefeuille. Nous sommes toujours confiants que les affaires sous-jacentes de Ford Motor Credit Corp sont stables. Au cas où la société-mère, Ford Motor Company, déclarait un défaut, à notre avis Ford Credit serait revendue, comme lorsque GM a liquidé sa participation majoritaire dans GMAC. Nous suivons la situation de près en raison d'un tel scénario qui entraînerait probablement une certaine volatilité de la cote de crédit.
- Lear est la société présentant le plus important écart dans le portefeuille (et par conséquent, celle que le marché estime présenter le plus de risques). Dans l'ensemble, nous craignons actuellement moins un défaut de cette société qu'il y a un an. Le marché a le même sentiment et l'écart de Lear est passé de plus de 900 points de base en mars 2006 à environ 400 aujourd'hui. La bonne nouvelle, c'est que la société semble avoir des liquidités suffisantes et ses flux de trésorerie sont positifs. De plus, Carl Icahn a récemment déposé une offre pour cette société, ce qui entraînerait une fusion ou un partenariat qui serait avantageux pour Lear. Les nouvelles gammes de produits se vendent bien et les coûts semblent bien contrôlés. Il existe cependant une certaine préoccupation en raison des coupures de production annoncées chez les deux grands de l'automobile car GM et Ford comptent pour 46 % des ventes de Lear.

 **RÉCENTES BAISES DE COTES DE CRÉDIT**

<i>Société</i>	<i>Changement de la cote</i>	<i>Raison</i>	<i>Perspectives S&P</i>
RadioShack	De BBB- à BB	Détérioration générale de l'entreprise	Négative
Tribune	De BBB- à BB+	Candidate à une acquisition par emprunt	Surveillance de crédit négative
Clear Channel	De BBB- à BB+	Candidate à une acquisition par emprunt	Surveillance de crédit négative
Telephone & Data Systems	De A- à BBB	Annonce des résultats retardée	Éliminée du portefeuille
Sabre Holdings	De BBB+ à BB	Annonce d'acquisition par emprunt	Surveillance de crédit négative
TXU Corp.	De BBB- à BB	Annonce d'acquisition par emprunt	Éliminée du portefeuille
Qantas	Inchangée	Annonce d'acquisition par emprunt	Surveillance de crédit négative
Lear Corp.	De B+ à B	Détérioration générale de l'entreprise	Surveillance de crédit négative