

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Septembre a été un mois exceptionnel pour le Fonds d'obligations de sociétés Pender qui a dégagé un gain de 4,8 %¹ grâce à certains actifs phares auxquels il doit son meilleur mois depuis sa création.

Une fois encore, les actifs dans les métaux précieux sont arrivés au premier rang des rendements du Fonds. Huit de nos avoirs dans ce secteur ont livré des gains à deux chiffres. Nos billets convertibles dans le groupe minier de métaux platine **Sibanye Stillwater** ont grimpé de plus de 40 %, en raison de la hausse inégalée du platine et à l'intérêt renouvelé du marché pour les ressources minières, deux facteurs qui ont fait monter le cours de l'entreprise.

Les créances en détresse ont également été des forces motrices pour le Fonds. En tête de ce groupe figure notre participation de longue date dans les prêts à terme avec option de reprise de **McDermott International**, une société d'ingénierie et de construction spécialisée dans les infrastructures en mer. Cet investissement s'est relevé de 35 % en septembre lorsque le marché a enfin reconnu que la rentabilité de McDermott allait en s'améliorant.

Certains déclencheurs ont par ailleurs provoqué de grands changements au sein des avoirs du Fonds, dont le plus important a été la sortie de **Wolfspeed Inc.** de sa restructuration opérée en vertu du chapitre 11. Notre position dans Wolfspeed a gagné plus de 50 % depuis que le fabricant de plaquettes de carbure de silicium a réussi à compléter sa restructuration par laquelle notre position initiale dans les convertibles de l'entreprise a été échangée contre des billets avec option de reprise, des billets convertibles et des actions. Le spectre de la restructuration ayant disparu, les investisseurs ont recommencé à s'intéresser à Wolfspeed et à ses perspectives plus qu'encourageantes en matière d'occasions commerciales et de croissance.

Ces grands changements ont éclipsé certains avoirs qui, en d'autres temps, auraient occupé le devant de la scène. C'est le cas de plusieurs autres actifs du Fonds qui ont rapporté des gains à deux chiffres, dont :

- les obligations convertibles de **Beyond Meat** offertes en échange de la réduction de sa dette;
- les obligations convertibles de **Cardlytics** à la suite d'une remontée du cours résultant d'un rapport positif d'Andrew Left de Citron Research; et
- les obligations convertibles de **Fluence Energy**, dans le courant d'une remontée des fournisseurs de stockage d'énergie après plusieurs années de disette.

Il n'y a pas eu beaucoup de fauteurs de trouble en septembre, mais deux sortent du lot. Nous avons abandonné nos mesures juridiques envers **American Tire Distributors** et passé notre pondération restante au compte de pertes et profits. Et **Spirit Airlines** a déposé une demande de restructuration en vertu du chapitre 22 à la suite d'une poursuite engagée par son principal locateur d'avions. Notre participation en capital dans la réorganisation de Spirit

¹ Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents. Les données standards sur le rendement des fonds d'actions Pender sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fr/>

a décliné de plus de 60 %, et notre investissement plus considérable dans 11 % des billets garantis a reculé de plus de 10 %. Nous persistons à croire que des jours meilleurs attendent nos avoirs dans Spirit.

Quelques sujets de réflexion pour 2025 — les obligations en tant que moyens de défense et Quinn Hughes en tant que défenseur

Nous discutons souvent avec nos investisseurs du rôle défensif que jouent certains actifs dans leur portefeuille. À l'instar de la Fed, nous poursuivons en quelque sorte un « double mandat ». Nos investisseurs veulent faire de l'argent, mais ils pensent aussi que les titres à revenu fixe stabilisent un portefeuille. Nous comprenons. En deux mots, les actions sont à l'offensive et les obligations à la défensive. Ce qui nous amène à parler de Quinn Hughes.

Pour ceux qui ne sont pas des amateurs de hockey, rappelons que Quinn Hughes est à la fois un défenseur et un excellent buteur pour les Canucks de Vancouver. Tout en protégeant sa propre zone de la patinoire, il joue un rôle clé dans le territoire offensif avec les attaquants. C'est un peu ainsi que nous nous considérons en tant que gestionnaires d'obligations au sein du portefeuille de nos clients. Nous sommes des défenseurs capables d'inscrire des points au tableau.

Nous disposons pour ce faire de plusieurs moyens de passer à l'offensive comme le démontrent les réalisations de ce mois-ci. Nous pouvons détenir une **créance en détresse dont la valeur est nettement sous le pair**. Le prêt à terme de McDermott valait 0,55 \$ au début de septembre et 0,75 \$ à la fin. C'est une façon de faire.

Parfois, une **obligation convertible a un potentiel haussier**. Nous avons acquis en 2024 notre position dans les obligations (2028) de Sibanye à plus ou moins sa valeur au pair alors que le titre de l'entreprise se négociait sous sa valeur comptable et que le prix du platine stagnait depuis 2006. Nous n'avons pas encore rejoint la fourchette de négociation moyenne du platine, mais le titre de Sibanye a commencé à bouger, et nos obligations convertibles, désormais dans le cours, se sont rehaussées depuis le pair de plus de 200. C'est aussi une façon de faire.

Il ne faut pas négliger le **revenu produit par le coupon**. Notre investissement dans **Tenaz Energy**, un acteur clé sur le marché de l'extraction gazière dans la mer du Nord au large des Pays-Bas, est une obligation tout ce qu'il y a d'ordinaire. Sa valeur est bien couverte, à notre avis, mais faute d'investisseurs intéressés au moment de son émission en 2024, l'entreprise a dû offrir le coupon à 12 %. C'est aussi une façon de faire.

Et il y en a plusieurs autres. Rendement à l'échéance, changement de contrôle, avantage tiré des modifications dans la durée, prélèvement de frais, option d'achat couverte. Voici autant de façons de produire des rendements.

Revenons maintenant à ce qui se passe à l'autre bout de la patinoire : se défendre contre les pertes. Quels mécanismes employons-nous afin que le potentiel baissier du Fonds soit inférieur à celui d'un mandat portant sur la gestion d'actions? Ici encore, il y en a plusieurs. Le premier est de nous assurer que la juste valeur marchande de l'actif auquel est adossée la créance que nous détenons soit supérieure à la dette de l'entreprise et comprenne aussi une certaine marge de sécurité.

Tout comme en offensive, il existe plusieurs moyens de défense. Solide couverture des intérêts, courte durée, soutien implicite d'entités plus considérables, actifs cachés ou sous-évalués. La liste n'est pas exhaustive.

Ces moyens de défense préservent-ils toujours la valeur nominale du portefeuille, mesurée à intervalles rapprochés, aussi bien qu'un CPG? Non. Préservent-ils la **valeur réelle du portefeuille** pendant la durée de détention normale d'un investisseur? Nous aimons à le croire. Et vous, que voulez-vous optimiser?

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 5,73 % au 30 septembre, le rendement actuel s'établissant à 4,84 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,98 années. Il comporte une pondération de 5,08 % dans des titres de créance en détresse dont les positions sont détenues en vue d'une valeur cible inférieure au pair et dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. La trésorerie représentait 1,03 % du portefeuille total au 30 septembre.

Geoff Castle
6 octobre 2025

