

Commentaire de la gestionnaire

Emily Wheeler

Les parts de catégorie F du Fonds univers obligataire Pender (le Fonds) ont progressé de 4,7 %¹ au cours du trimestre, devançant ainsi de 3,2 % l'indice de référence, soit l'indice obligataire universel FTSE Canada. Toutes les composantes du Fonds sont allées dans la même direction pendant cette période. En effet, tant nos placements dans des titres individuels de grande qualité que nos participations dans le Fonds d'obligations de sociétés Pender ont terminé la course au-devant des résultats du 30 juin.

Les taux en contexte

Après avoir fait une pause, les banques centrales du Canada et des États-Unis ont réduit leurs taux d'intérêt de 25 points de base en septembre. La croissance a ralenti dans les deux pays et les risques semblent s'incliner davantage du côté d'un affaiblissement de l'emploi que de celui de l'inflation (du moins, pour l'heure). Voici les principaux facteurs ayant justifié ces réductions. Pendant le trimestre, les taux souverains ont été plus bas au Canada pour les échéances d'un mois à 15 ans et plus hauts pour les échéances plus longues, et les bons du Trésor des États-Unis ont été plus bas dans l'ensemble pour les échéances d'un mois à 30 ans. Les fluctuations de taux ont en général été favorables aux avoirs du Fonds pendant le trimestre.

Un nouvel ajout au portefeuille

Au début d'août, nous avons investi dans les obligations convertibles (2,5 %, 2039) de **SSR Mining**. SSR, une minière de métaux précieux, compte parmi les plus grands producteurs d'or des États-Unis, et l'essentiel de sa production a lieu en Amérique du Nord. Bien qu'il y ait eu dernièrement des retours à la normale, les sociétés aurifères ont été relativement sous-évaluées par rapport au lingot d'or pendant un bon moment. Plus précisément, le ratio entre le lingot et les minières demeure légèrement supérieur à la moyenne à long terme par un peu moins d'un écart type. Nous croyons de ce fait que la situation penche en faveur des minières.

À l'achat, l'investissement semblait représenter un rapport risque-rendement attrayant. Sous l'angle d'une possible baisse, les données fondamentales en matière de crédit sont solides. Avec des liquidités de 400 millions \$ et des immobilisations corporelles et incorporelles de 4 milliards \$ contre une dette d'à peine 230 millions \$, et la production d'un BAIIA équivalent à plus de 10 fois les dépenses en intérêt, la couverture de la dette ne représente pas une réelle préoccupation. De plus, le détenteur de ces obligations pourra les racheter à l'entreprise au prix de 100 \$ en avril de l'an prochain. Par conséquent, en supposant que les liquidités demeurent en état de couvrir les obligations, notre risque de perte se situe un peu au-dessus de 2 points de notre prix d'achat qui était approximativement de 102 \$. Cependant, la possibilité de hausse peut tabler sur plusieurs catalyseurs potentiels :

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 de titres à revenu fixe Pender sont présentées ici : penderfund.com/fr/

1. un retour à la normale du ratio à long terme entre le lingot et les minières;
2. l'augmentation de la production grâce à sa nouvelle acquisition des actifs de Cripple Creek & Victor; et
3. la possible reprise des opérations de sa mine Çöpler, dont la production avait été suspendue l'an passé.

La société a annoncé de solides bénéfices pendant le trimestre. La production issue des nouveaux actifs a été positive et le prix qu'elle a obtenu de son or a été supérieur de 40 % à celui de l'année précédente. Depuis notre achat au début d'août, le prix sous-jacent de la part a évolué au cours de l'exercice et les titres convertibles se négocient désormais à plus de 140 \$, soit à peu près 38 points de plus que lors de notre achat du mois passé.

Au T3, nous avons aussi ajouté au portefeuille l'obligation convertible (4,25 %, 2031) de **Denison Mines**. Denison, un producteur canadien d'uranium, a émis cette obligation en août dans le but de financer son projet Phoenix, l'une des mines d'uranium de qualité supérieure non encore développée de la planète. Par le passé, le bas prix de l'uranium a entraîné la réduction de sa production pendant des années. Nous avons récemment observé des mouvements du côté de l'offre. Toutefois, le rapport entre l'offre et la demande devrait au cours des 10 prochaines années demeurer avantageux pour les producteurs. Investir dans un projet de qualité supérieure, dont la dette est bien couverte dans la sphère des actifs tangibles, nous a semblé avisée. Après cette émission, environ 70 % de la dette de l'entreprise s'est retrouvée couverte par les liquidités existantes, par l'uranium matériel et par les titres liés à l'uranium figurant au bilan. Par ailleurs, avec une dette d'environ 480 millions \$ contre une VAN avant impôt estimée à 4 fois celle-ci pour son seul projet Phoenix, et avec une équipe de gestionnaires chevronnés venue d'Uranium Participation Corp., nous avons estimé que le rapport risque-rendement était avantageux. Les obligations ont été émises à la mi-août moyennant une prime à la conversion de 35 % et se trouvent, à l'heure où nous écrivons ces lignes, à 6 % sous le prix de l'exercice. Le fait que nous avons acheté cette obligation au pair le mois dernier et qu'elle valait, à la clôture du 30 septembre, environ 131 \$ élève cette acquisition parmi les actifs les plus rentables de notre portefeuille pour cette période.

Faits saillants du portefeuille

Jusqu'à 25 % de l'actif net du Fonds univers obligataire Pender peut être composé de titres de créances de catégorie spéculative. À cette fin, nous détenons des parts du Fonds d'obligations de sociétés Pender ou des participations dans des titres de crédit individuels dans lesquels nous croyons fermement. Au T2, nous avons ajouté à cette portion du Fonds une pondération de 1,4 % dans les obligations convertibles (0,35 %, 2027) de **First Majestic**. L'entreprise produit principalement de l'agent et est dotée de paramètres de crédit attrayants. Sauf pendant une courte durée lors de la COVID, le rapport entre l'or et l'argent n'avait pas atteint le niveau actuel depuis 1990, ce qui laisse entendre que ce dernier était sous-évalué. Les obligations, que nous avons payées 97 \$ en juin, se négocient actuellement 10 points plus haut, ce qui en fait un autre actif remarquable du T3.

D'autres avoirs de longue date, tels que **McDonalds** (4,857 %, 2031), **Occidental** (4,1 %, 2047), **PEMEX** (6,75 %, 2047) et **AppLovin** (5,95 %, 2054) ont également fait leur part grâce au resserrement des écarts d'une part et à la baisse des taux de rendement des bons du Trésor d'autre part.

Positionnement du Fonds

Depuis le début de 2025 aux États-Unis, la prime pour les échéances de 10 ans oscille autour d'un niveau inégalé depuis la fin de 2013, ce qui rend la durée plutôt attrayante en ce moment. Il y a eu peu de changement à la fin du dernier trimestre sur le plan de la duration du Fonds, laquelle se situait à 4,77 au 30 septembre 2025.

Les écarts des titres à rendement élevé se sont resserrés d'environ 16 points au T3. Hormis pendant un bref moment au début de 2025, il faut remonter à la période précédant la crise financière de 2007 pour trouver un tel resserrement des écarts. L'exposition du Fonds aux créances n'a pas beaucoup changé durant cette période. Cela dit, la performance positive en matière de prix de plusieurs lignes de crédit détenues individuellement a quelque peu accru la pondération spéculative du Fonds au cours de ce laps de temps. Nous croyons que ces titres sont en bonne posture pour tirer avantage d'une éventuelle rotation qui passera des secteurs les plus dispendieux de l'indice vers des sphères comme celles-ci.

La pondération des titres de catégorie investissement et de la trésorerie représentait 75 % du portefeuille au 30 septembre 2025. Quant au taux de rendement à l'échéance du Fonds, il s'élevait à 3,74 % à pareille date.

Emily Wheeler
9 octobre 2025