

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Octobre a été un excellent mois pour le Fonds d'obligations de sociétés Pender qui a dégagé un rendement de 2,2 %¹ dans un contexte favorable aux obligations de grande qualité et sur un marché neutre quant aux titres de créance risqués.

En octobre, le Fonds a principalement tiré profit de notre investissement dans **Beyond Meat Inc.**, dont nous reparlerons plus loin. Notre position dans les obligations convertibles de **Fluence Energy Inc.** a également été avantageuse. En effet, les entreprises œuvrant à stabiliser la demande énergétique en Amérique du Nord sont populaires auprès des investisseurs. Les obligations convertibles (2030) de Fluence ont bondi de plus de 45 % en octobre, ce qui nous a incités à réduire notre exposition à ce titre. Également positives ont été nos positions dans diverses obligations en dollars US du gouvernement argentin, en hausse de 36 % grâce aux résultats des élections de mi-mandat qui ont été favorables au parti du président Javier Milei.

Parmi les titres plus faibles, mentionnons les obligations en détresse du producteur de gaz naturel liquéfié New Fortress Energy, pour lesquelles les investisseurs semblent se préparer à une restructuration de la dette. Les billets des obligations convertibles de Sibanye Stillwater ont également un peu baissé; certaines minières de métaux précieux ont reculé après un été faramineux.

De l'ivraie au bon grain, l'histoire de Beyond...

Cher éditeur,

Je ne suis que le gestionnaire d'un petit fonds commun nordique, et jamais je n'aurais cru qu'une chose pareille m'arriverait, mais les événements auxquels j'ai pris part au cours du dernier mois méritent d'être relatés pour la postérité.

Tout a commencé, comme cela se produit souvent, par l'achat d'une obligation, dans ce cas-ci du billet des obligations convertibles (0 %, 2027) du fabricant de burgers végétariens Beyond Meat. Nous avons acquis l'an passé cette position, alors profondément dépréciée, à raison d'environ 0,18 \$ et, mus par un appétit dévorant, nous en avons acheté pour une valeur nominale supérieure à 90 millions \$.

Au cours du printemps et de l'été, de concert avec d'autres porteurs de parts, les conditions permettant l'échange de la dette contre des actions ont été négociées avec l'émetteur. Nous pensions que, libérés d'une lourde échéance impossible à honorer, les investisseurs pourraient réévaluer les perspectives à long terme de l'entreprise. Nous espérions ainsi recevoir un rendement de 30 ou 40 % sur notre investissement.

Or, la providence opère de façon vraiment mystérieuse, comme en témoigne un message texte reçu tôt à l'aube du 17 octobre. Bien qu'à la suite de l'échange, le marché ait été inondé

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/.

par approximativement 20 fois plus d'actions de Beyond qu'il n'y en avait la semaine précédente, les parts de l'entreprise étaient en **hausse**, non en baisse.

En effet, grâce à un amalgame de facteurs inexplicables, dont un nombre imposant de positions courtes, des comptes mêmes de Reddit et des problèmes techniques qui ont empêché certains détenteurs de vendre leurs parts, le cours de Beyond ne s'est pas effondré, il s'est **envolé**! Sur la base de l'ajustement à la dilution, le cours de Beyond a pris environ huit fois sa valeur en une seule journée. Puis, le 18 octobre, il a encore triplé. À un certain moment, à l'apogée de la fureur même du titre, la capitalisation de l'entreprise excédait 4 milliards \$. À titre de comparaison, à notre prix d'achat initial de 0,18 \$, la capitalisation implicite à toute valeur égale n'avait été que d'environ un vingtième de ce niveau.

En négociateurs obligataires soudainement balbutiant, plus habitués à transiger des billets qui bougent à coup de huitièmes et de quarts qu'à nous défaire d'actions mêmes frappées de folie, nous n'avons pas réussi à tirer pleinement partie de cette fébrilité qui, si nous l'avions saisie à son paroxysme, nous aurait rapporté 200 millions \$ au sortir d'une position de 16 millions \$. Cependant, nous avons pu surfer assez longtemps sur la vague pour retirer la majeure partie de notre position pendant la frénésie. Et notre gain de plus de 30 millions \$ a représenté un rendement d'environ 1,4 % pour le Fonds d'obligations de sociétés Pender.

Nous ne pouvons certes pas rêver d'avoir toujours autant de chance, mais nous continuons à apprécier les surprises que nous réservent les marchés du capital. Pour l'heure, nous remercions le sort de s'être montré aussi généreux à notre égard.

Nouvelles positions

En octobre, nous avons accru la pondération de notre position dans les billets d'**Emera Inc.** (6,75 %, 2076). L'entreprise, située en Nouvelle-Écosse, possède divers actifs sur le plan de la distribution électrique et gazière en Amérique du Nord. Les billets, dont la valeur frôle le pair, offrent un rendement à court terme intéressant en raison de leur rachat probable en juin 2026. Toutefois, si les billets ne sont pas rachetés, le rendement de +5,44 % du billet à prime de refinancement progressive (*step-up*) à trois mois du Trésor des États-Unis est attrayant pour cet émetteur à faible probabilité de défaut.

Toujours en octobre, nous avons pris des positions dans les billets AAA de deux agences gouvernementales canadiennes, **CPPIB Capital Inc.** et **Export Development Canada**, et de l'émetteur québécois **CDP Financial Inc.** (CDP). Ces investissements comportent une « astuce », ou une caractéristique particulière, à savoir qu'il s'agit d'obligations « kangourou ». Ces billets sont émis en dollars australiens et leur prix suit la courbe des taux souverains de ce pays. Bien que la part du lion de notre portefeuille est, et restera, constituée de billets canadiens ou couverts en dollars US, pour nous, le marché obligataire australien est intéressant en tant qu'instrument de diversification dans le contexte actuel. Nous pensons que l'Australie est l'un des bénéficiaires les plus directement touchés par le rebond économique de l'Asie qui a souffert, au cours des cinq dernières, du ralentissement de la Chine. L'Australie a aussi la chance d'avoir moins de liens commerciaux avec les États-Unis.

Cette position contribue donc à réduire les risques associés à une éventuelle baisse du dollar canadien qui pourrait se produire si le commerce canadien avec les États-Unis continuait à ralentir.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 5,72 % au 31 octobre, le rendement actuel s'établissant à 5,01 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 4,16 années. Il comporte une pondération de 1,37 % 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. L'encaisse représentait 0,08 % du portefeuille total au 31 octobre.

Geoff Castle
7 novembre 2025