

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Novembre a été rentable pour le Fonds d'obligations de sociétés Pender, comme en témoigne son rendement de 1,1 %. Celui-ci a mieux fait que les autres fonds semblables à un moment où le marché du crédit dégageait des gains plutôt médiocres.

La première place revient à nos positions dans les métaux précieux, entre autres dans les billets convertibles des minières Equinox Gold et Sibanye Stillwater, qui ont bénéficié de la force sous-jacente de l'or et du platine, respectivement. Toujours en novembre, notre investissement dans la structure de capital d'Esperion Therapeutics a été des plus satisfaisants. Les titres convertibles d'Esperion ont bondi de 24 % après l'approbation de la mise en marché de l'acide bempédoïque par le Canada et le Japon, et le versement du paiement d'étape *ad hoc* aux partenaires de distribution de l'entreprise.

Quelques positions plus faibles ont fait contrepoids, dans une certaine mesure, à ces premiers de classe. Nous pensons ici à notre participation dans les obligations de Wolfspeed Inc., qui a peut-être souffert de la pression de vendre occasionnée par la récente recapitalisation de l'entreprise et par le retrait d'actionnaires ayant un horizon d'investissement plus rapproché. Notre position dans les billets convertibles brisés de Cardlytics Inc. a également laissé à désirer. La société a récemment annoncé le relâchement de ses liens avec un important partenaire bancaire. Nous sommes cependant convaincus que la plateforme de commercialisation de Cardlytics Inc. reprendra le chemin de la croissance l'an prochain, et nous avons accru notre position en novembre.

Qu'est-ce qui alimentera les rendements en 2026?

Touchons du bois. Il semble que 2025 aura été une bonne année pour le Fonds. Mais sachant que nous travaillons au quotidien pour les porteurs de parts qui nous confient leur argent maintenant, les rendements intermédiaires sont sans importance. Ce qui compte, ce sont les perspectives.

Et, en ce qui a trait aux douze prochains mois, la combinaison de thèmes et de situations s'annonce prometteuse. Les thèmes s'articulent autour des secteurs d'activité, de la situation géographique ou de la sorte de titre. Et par situations, nous entendons les entreprises individuelles, et les occasions en matière de capital offertes par leurs titres.

Parmi les thèmes que nous jugeons intéressants se trouvent, dans le désordre, l'argent (le métal), le pétrole, le gaz, les services publics, l'agriculture, les soins de santé et l'Amérique latine. Développons quelques-uns de ces **thèmes**.

Les sociétés minières d'argent : Quelques facteurs jouent en faveur des sociétés minières d'argent, le principal étant la valorisation du métal. En effet, le prix de l'argent vient tout juste de remonter de son point le plus bas de l'histoire qui présentait un ratio de 1:100 pour une once d'argent par rapport à une once d'or. Pour replacer les choses dans leur contexte, pendant plusieurs années du siècle dernier, ce ratio frôlait 1:25, soit quatre fois plus dispendieux. Non seulement ce métal a eu une valeur attrayante, mais le ratio entre les cours des sociétés minières et le prix de l'argent est également bon marché. First Majestic Silver Corp., dont le titre se négociait autour de 18 \$ en 2021 (à une époque où l'argent a brièvement grimpé à 28 \$ l'once), a terminé le mois à 15 \$ bien que l'argent vaut aujourd'hui environ deux fois plus qu'en 2021. Les données fondamentales de l'argent sont elles aussi attrayantes, car le métal ne suffit pas à la demande (c'est-à-dire que l'on consomme plus d'argent qu'on en extrait). Pour couronner le tout, sur le plan des titres, nous détenons des actifs miniers de bonne qualité grâce aux obligations convertibles à prix raisonnable de First Majestic et de Vizsla Silver, qui sont assorties d'une protection contre les baisses proche du pair et d'un potentiel de croissance réaliste.

Pétrole et gaz : Tout comme l'argent, les produits énergétiques se sont récemment négociés autour de leur prix le plus bas par rapport à l'or. En 2007, il fallait sept barils de pétrole pour acheter une once d'or. Dernièrement, il en fallait presque 70. Bien que la dévalorisation de la monnaie puisse expliquer la montée de l'or, rien n'empêche, à notre avis, le déclin de la monnaie fiduciaire de s'étendre à d'autres actifs rares et, toujours à notre avis, le secteur de l'énergie en est un bel exemple. Selon nous, les actifs pétroliers et gaziers se négocient à un prix plancher presque inégalé par rapport à leur valeur comptable. De plus, les flux de trésorerie sont meilleur marché par rapport à la valeur de l'entreprise que la moyenne historique, même si les prix actuels sont inférieurs aux moyennes historiques. Or, nous continuons de trouver des rendements à deux chiffres chez des émetteurs dont la dette est inférieure à la moitié de la valeur comptable. Les obligations convertibles de sociétés comme Borr Drilling et Northern Oil and Gas se négocient sous le pair tout en ayant un potentiel de croissance réaliste par rapport au prix de l'exercice.

Contrairement aux thèmes, les **situations** tiennent en réalité à la dynamique interne de l'émetteur, et les perspectives en matière d'investissement dépendent davantage d'un bilan solide que d'une tendance généralisée du marché. Penchons-nous sur quelques-unes des situations qui, à notre avis, devraient être intéressantes dans les mois à venir.

McDermott International, Ltd : Nous nous sommes engagés dans McDermott en 2019, quand cette entreprise d'ingénierie et de construction en haute mer s'est mise en faillite. Nous pensions alors que l'entreprise réussirait à se départir rapidement de contrats à prix fixe coûteux, car mal estimés, qui grevaient ses coûts d'exploitation. Nous nous sommes trompés. La gueule de bois a duré plus longtemps que prévu. Avec le temps toutefois, la direction a pu se défaire de ces boulets et établir les nouvelles relations d'affaires de McDermott sur des bases plus rentables. Elle a aussi réduit le capital immobilisé par le dépôt de lettres de crédit garantissant l'achèvement des travaux. Tout ceci a eu pour effet d'accroître les rendements et de restaurer petit à petit la confiance des investisseurs envers l'entreprise, sa valeur et ses créances bien adossées. Nous croyons en la possibilité d'une importante remise à niveau de sa cote en 2026.

Wolfspeed Inc : Pour ceux qui l'ignorent, l'entreprise états-unienne Wolfspeed est l'unique productrice à grande échelle de substrats en carbure de silicium (ou plaquettes) utilisés dans les semi-conducteurs. L'an passé, son énorme programme d'investissement a créé un déséquilibre entre la capacité de production et les revenus, avec pour résultats une insuffisance de liquidités et un dépôt de bilan en 2025. Voici pour les mauvaises nouvelles. Il y a cependant plusieurs éléments positifs susceptibles, croyons-nous, de générer de bons rendements dans le futur. Premièrement, la valeur. Wolfspeed vaut actuellement environ 2,5 milliards \$, c'est-à-dire moins d'un quart de ce qu'elle valait il y a deux ans. Deuxièmement, la croissance de son marché cible. On s'attend en effet à ce que les plaquettes de carbure de silicium soient de plus en plus employées dans des applications informatiques de haute performance telles que les GPU nécessaires à l'IA. Troisièmement, les tarifs. Il se peut que des barrières tarifaires avantageuses pour Wolfspeed soient érigées par l'administration des États-Unis qui préfère que les technologies critiques soient produites au pays. Quatrièmement, l'apport gouvernemental. Il est en effet possible que le gouvernement des États-Unis investisse directement dans l'entreprise, ce qui raffermirait considérablement la confiance des investisseurs quant à l'avenir de l'entreprise. Considérant les rendements à deux chiffres que représente sa dette garantie et la hausse substantielle des titres convertibles de Wolfspeed, nous estimons que notre position sera l'un des grands moteurs de gains potentiels en 2026.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 6,17 % au 30 novembre, le rendement actuel s'établissant à 4,84 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 4,02 années. Il comporte une pondération de 2,19 % dans des titres de créance en détresse ou dans des titres convertibles dont le prix de conversion est inférieur au cours, qui sont détenus en vue d'une valeur cible différente au pair et dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 2,6 % du portefeuille total au 30 novembre.

Geoff Castle
10 décembre 2025