

Commentaire de la gestionnaire

Emily Wheeler

Les parts de catégorie F du Fonds univers obligataire Pender ont affiché un gain de 1,3 % au cours du trimestre et de 8,0 %¹ pour l'année, inscrivant 2025 en tête du palmarès des rendements annuels du Fonds depuis sa création en 2020. Au T4, les parts de catégorie F ont pris les devants sur l'indice de référence par une marge de 1,6 % pendant le trimestre et de 5,4 % pour l'année. Le portefeuille a pu compter sur la solidité de certains titres particuliers au T4, comme ceux de **Majestic Silver Corp.**, **Esperion Therapeutics, Inc.** et **Endeavour Silver Corp.**, en plus de ses avoirs dans le Fonds d'obligations de sociétés Pender, lesquels étaient en hausse de 3,7 % pendant le trimestre.

Contexte économique

L'IPC canadien a ralenti le pas en octobre et, comme c'est le cas depuis environ un an, se situe actuellement près de l'objectif de 2 %. Comme la Banque du Canada s'attend à ce que le ralentissement de l'activité économique compense approximativement l'inflation, elle a maintenu ses taux inchangés en décembre. Hormis une baisse dans la courbe des taux souverains canadiens à court terme (1 an et moins), les taux à plus longue échéance ont augmenté au quatrième trimestre. Aux États-Unis, en revanche, la Réserve fédérale a estimé que le ralentissement de la croissance de l'emploi et le niveau élevé du chômage l'emportent actuellement sur le risque d'inflation et a abaissé ses taux de 25 points de base en décembre 2025. Les taux des bons du Trésor ont baissé à court terme et augmenté du côté des échéances à plus long terme (supérieures à 6 ans). Par conséquent, les obligations à plus long terme du portefeuille ont été légèrement moins performantes au cours de la période.

Positionnement par rapport à la durée

Plusieurs facteurs plaident actuellement en faveur d'un allongement de la durée. Nous sommes en présence d'une prime à l'échéance qui est à son plus haut niveau depuis dix ans, d'un contexte de taux d'intérêt à la baisse tant au nord qu'au sud de la frontière et d'un marché de l'emploi globalement en recul. Par ailleurs, au moment où nous écrivons ces lignes, le métal argent se négocie à 80 \$ l'once et les taux de rendement des obligations japonaises à 30 ans continuent de progresser malgré des années de taux fort bas, ce qui pourrait indiquer que le marché anticipe un retour de l'inflation à long terme. Compte tenu de ces facteurs contradictoires, nous n'avons pas allongé la durée durant cette période et privilégions le segment de 3 à 5 ans de la courbe, avec une pondération raisonnable dans les titres indexés à l'inflation.

Puisque nous parlons d'obligations indexées à l'inflation, précisons que notre pondération à ces titres détenus directement représente environ 5 % du portefeuille et se compose de deux obligations canadiennes à rendement réel à court terme et d'une participation aux TIPS américains échéant en 2052. Bien que ces enjeux n'aient pas été des facteurs de rendement

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 : <https://penderfund.com/fr/fund/pender-bond-universe-fund/>

déterminants au cours de la dernière année, une analyse rapide des courbes relatives à l'inflation au Canada et aux États-Unis révèle une performance en 2025 favorable aux titres à court terme. Or, notre portefeuille affiche justement une prédilection pour ces titres.

Un nouvel ajout au portefeuille

En décembre, nous avons cédé nos obligations de premier rang de **Trulieve Cannabis Corp.** (8 %, 2026), lesquelles ont été rappelées, pour souscrire à la nouvelle émission d'obligations de premier rang de la société. Ces obligations offrent un coupon de 10,5 % et arrivent à échéance en 2030. Malgré ce coupon plus élevé, nous estimons que les fondamentaux de crédit de Trulieve se sont récemment améliorés. La dette de premier rang a été réduite de plus de 50 % et les flux de trésorerie disponibles annuels de la société sont désormais supérieurs à sa dette totale. De plus, la récente décision du gouvernement américain de reclasser le cannabis comme stupéfiant de catégorie III (présentant un risque moindre) sera porteur, selon nous, d'avantages économiques considérables pour Trulieve. La société pourra en effet déduire toutes ses dépenses d'entreprise de sa déclaration de revenus, ce qui lui permettra d'engranger plus de 100 millions de dollars par an.

En décembre également, nous avons participé à l'émission d'obligations convertibles (0,25 %, 2031) d'Endeavour Silver. Endeavour développe activement le projet Pitarrilla au Mexique, l'un des plus importants gisements d'argent non exploités au monde. Les fondamentaux du marché de l'argent nous plaisent beaucoup. Celui-ci bénéficie d'une offre et d'une demande favorables, et nous notons la sous-évaluation historique de l'argent par rapport à l'or. Avec une valeur actualisée nette de 5 % se chiffrant en milliards pour le portefeuille de projets combiné de la société, contre une dette d'environ 460 millions \$ après la clôture (avant remboursement de la dette), nous sommes certains que la société sera en mesure d'honorer sa dette. De plus, nous considérons que la clause de conversion offre une option avantageuse sur l'action présentement sous-évaluée d'Endeavour.

Faits saillants du portefeuille

Au cours du trimestre, First Majestic a annoncé une opération de refinancement de l'obligation convertible (0,375 %, 2027) que nous détenons en une obligation à 0,125 % échéant en 2031. Préférant conserver l'option au taux d'exercice inférieur, nous n'avons pas participé à cette opération. Dans le sillage d'une hausse de 54 % du cours de l'argent au quatrième trimestre, le cours de l'action First Majestic a franchi son taux d'exercice durant la période, ce qui a entraîné une hausse de 17 points du prix de l'obligation convertible par rapport au prix du 30 septembre. Comme indiqué précédemment, nous demeurons optimistes envers ce secteur pour les raisons suivantes. D'une part, le ratio or/argent demeure supérieur à la moyenne à long terme, ce qui favorise l'argent, relativement parlant. D'autre part, l'offre est déficitaire – aucune augmentation significative de la production n'est prévue sur fond de demande qui demeure à la hausse. Le métal argent est un excellent conducteur et, en l'absence d'alternative comparable, la demande a augmenté dans des secteurs tels que la production d'énergie nucléaire, la fabrication de véhicules électriques et l'infrastructure des centres de données nécessaires à l'intelligence artificielle. Nous avons commencé à acheter ces obligations convertibles en juin à 97 \$ et elles ont clôturé le trimestre à 123 \$, faisant de cette participation l'une des plus performantes du Fonds durant cette période.

Positionnement du Fonds

Les écarts par rapport aux obligations à rendement élevé restent faibles lorsque comparés aux niveaux historiques. Dans la composante des titres de catégorie non-investissement du

portefeuille, nous continuons toutefois de trouver des occasions particulières et de renchérir sur nos positions suscitant un fort degré de conviction qui, selon nous, offrent un potentiel de surperformance relative. Ce trimestre encore, certaines de nos participations ont affiché des performances exceptionnelles. Malgré les solides rendements de plusieurs de ces titres, les pondérations individuelles et la composante des titres de catégorie non investissement dans son ensemble n'ont pas augmenté de manière significative. Le Fonds en soi a connu une croissance. La composante de titres de catégorie non-investissement représentait 23,3 % du Fonds au 31 décembre 2025. Le taux de rendement à l'échéance du Fonds s'élevait à 3,6 % et la duration a terminé l'année à 4,5.

L'année 2025 a été excellente pour le Fonds univers obligataire Pender et nous souhaitons profiter de cette occasion pour vous remercier chaleureusement de votre soutien continu.

Meilleurs vœux pour 2026.

Emily Wheeler, CFA
9 janvier 2026