

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a terminé juin en baisse de -0,7 %¹, résultat principalement dû à certaines composantes individuelles qui ont fait contrepoids aux prix généralement positifs en vigueur sur le marché obligataire pendant cette période.

En juin, les émetteurs pétroliers et gaziers ont été les maillons faibles du Fonds, notamment les titres convertibles sensibles aux facteurs boursiers de Borr Drilling Ltd. (BORR), Crescent Energy Co. (CRGY) et Northern Oil and Gas Inc. (NOG), entre autres. Nous estimons que ce secteur demeure intéressant, car les stocks de pétrole brut touchent des creux en 10 ans, tandis que l'investissement dans de nouvelles productions est bien en deçà du niveau moyen à long terme. De plus, la situation géopolitique, qui bénéficie du cessez-le-feu en Iran, comporte toujours des risques importants pour le transport et la production à venir.

Parmi les déceptions pour le Fonds en juin, notons certains reculs, comme celui des obligations convertibles de Wolfsped Inc. (WOLF) et ceux d'émetteurs de métaux précieux, comme Equinox Gold Corp. (EQX), First Majestic Silver Corp. (AG) et Sibanye Stillwater Ltd. (SSW). Bien que les achats couverts souscrits contre une exposition transparente aux actions aient atténué ce déclin, il n'en demeure pas moins que le résultat est demeuré négatif.

En dépit de cette conjoncture peu favorable, le Fonds a connu quelques succès. Le plus notable revenait aux obligations à rabais d'Evolent Health Inc. (EVH), lesquelles ont profité d'une remontée et touché jusqu'à 10 points, portées par un vent d'optimisme quant à l'amélioration de sa rentabilité en 2026. En outre, notre investissement dans la structure de capital de PAR Technology Corp. (PAR) a tiré profit du fait que les inquiétudes entourant le secteur du logiciel ont semblé se calmer après avoir atteint un sommet.

Le logiciel est mort! Vive le logiciel!

Nous sommes à l'aube d'une ère nouvelle. Les modèles et les agents de l'IA sont à la veille de réorganiser les tâches critiques effectuées dans tous les types d'entreprises. Reliant sans heurts les données des entreprises à de puissants modèles, les nouveaux agents de l'IA rendront obsolètes de nombreuses méthodes de travail actuelles, et par conséquent obligatoires l'achat et l'exploitation de logiciels. Les entreprises qui vendent des logiciels par utilisateur seront confrontées à des problèmes majeurs, tels que la réduction du nombre de ces utilisateurs, la baisse des prix et, finalement, la faillite. C'est du moins ce qu'on nous dit.

Nous ne prétendons pas pouvoir prédire l'avenir des technologies. Mais nous avons déjà traversé quelques-unes de ces révolutions. Les téléphones cellulaires alimentés par Internet et le commerce en ligne ont transformé la société. Mais, au grand chagrin des vendeurs d'actions de l'an 2000, le grand bouleversement financier ne s'est par produit au quatrième trimestre de 2001, mais plusieurs années plus tard. Or, lorsque les innovations dites de la

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 du Fonds sont présentées ici : <https://penderfund.com/fr/fund/pender-corporate-bond-fund/>

« nouvelle économie » sont enfin devenues choses courantes, un grand nombre d'entreprises de « l'ancienne économie » se portaient encore très bien, merci.

Nous tentons donc d'évaluer les dommages causés par la soi-disant « SaaSocalypse », qui touchent non seulement les entreprises de logiciels, mais aussi celles engagées dans divers services d'information ou de cette sorte, et que l'on prétendait menacées par l'intelligence artificielle. Ces derniers mois, on dénombrait plusieurs falaises desquelles nombre d'entreprises sont tombées. Les victimes, Salesforce, Gartner, Adobe, affichent désormais un graphique boursier que seule une mère pourrait aimer. En bas, à droite.

Loin de nous l'idée de défendre les spéculateurs du boom du logiciel du début de 2020, mais nous croyons que, dans la réalité, les changements s'opèrent beaucoup plus lentement que ne semblent le reconnaître les opérateurs frénétiques des marchés du capital moderne.

Quelques facteurs permettent aux entreprises établies de résister à l'assaut des nouvelles technologies disruptives. Premièrement, les clients mettent souvent plus de temps à modifier leur comportement que les modèles perturbateurs le laissent croire. Les détails comptent. Des solutions qui offrent une exactitude à 95 % ne supplantent pas aisément des façons de faire qui fonctionnent déjà sans erreurs. Pour des entreprises qui doivent relever d'autres défis peut-être plus pressants, prendre le temps de moderniser un système d'arrière-plan comme une plateforme logicielle est une décision que l'on peut facilement retarder.

Deuxièmement, les compagnies qui sont visées par de tels bouleversements ont tendance à ne pas abandonner. Nous voyons des victimes de la « SaaSocalypse » utiliser les outils de l'IA pour améliorer les produits et la valeur qu'ils offrent à leurs clients. Ces sociétés peuvent réduire leurs prix, bonifier leur offre et la regrouper en lots grâce à du matériel difficile à remplacer. Et les données historiques dont les clients ont besoin sont habituellement intégrées au sein même de la plateforme du fournisseur. Comme l'ont démontré les récentes campagnes militaires en Iran et en Ukraine, il est beaucoup plus ardu d'envahir un territoire que de le défendre.

Principaux investissements en logiciel du Fonds d'obligations de sociétés

Les marchés du crédit proposent des façons intéressantes d'investir dans des entreprises logicielles sous-évaluées qui offrent à la fois la protection contre les baisses inhérente au capital de rang supérieur d'une société, de même qu'une croissance potentielle grâce au resserrement des écarts ou à l'augmentation du cours. Le Fonds d'obligations de sociétés détient une pondération d'environ 13 % dans des fournisseurs de logiciels ou de services basés sur des logiciels, pondération faite d'un mélange d'obligations ordinaires et convertibles. Voici certains de nos préférés :

- **Par Technology Corp.** — Une structure fortement sous-évaluée réunissant des obligations convertibles cassées et près du cours qui offre, selon nous, un fort potentiel de croissance.
- **Vertex Inc. (VERX)** — Une société en plein essor et rentable dont la dette nette représente une infime fraction de sa valeur. Une obligations convertible cassée unique ayant à notre avis beaucoup de potentiel.

- **Cardlytics Inc. (CDLX)** – Un fournisseur de système de fidélisation de la clientèle employé par les grandes banques états-uniennes que plusieurs croyaient moribond. Moyennant 0,25 \$ le dollar, nous estimons que cette obligation pourrait renaître de ses cendres.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender était assorti d'un rendement à l'échéance de 6,05 % au 30 juin, le taux de rendement actuel s'établissant à 5,01 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,44 années. Il comporte une pondération de 1,02 % dans des instruments de créance 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. De même, les obligations convertibles près ou équivalentes au cours représentant 9,8 % du Fonds ont également été exclues du taux de rendement et de la durée. La trésorerie représentait 1,5 % du portefeuille total au 30 juin.

Geoff Castle
10 juillet 2026