

Commentaire de la gestionnaire

Emily Wheeler, CFA

Bien qu'elles aient terminé la course au-devant de l'indice de référence¹ par une marge de 0,2 %² au T2, les parts de catégorie F du Fonds univers obligataire Pender ont reculé de -0,4 % au cours de cette période. Notre participation aux titres de catégorie non-investissement, par le truchement de parts dans le Fonds d'obligations de sociétés Pender et de placements directs dans plusieurs titres individuels, a nui à notre performance pendant le trimestre. En revanche, notre participation au titre de catégorie investissement de qualité a bien tiré son épingle du jeu durant cette période.

Les taux en contexte

Au cours du deuxième trimestre, qui a commencé tout juste avant le «jour de la libération» et a pris fin peu de temps après la frappe américaine sur des sites nucléaires iraniens, les titres de grande qualité ont servi de bouées de sauvetage au portefeuille. Au Canada, les taux de rendement des titres gouvernementaux de 1 mois à 30 ans ont tous grimpé, mais de façon plus marquée du côté des échéances plus longues. Aux États-Unis, les taux de rendement des bons du Trésor sur 1 à 7 ans ont chuté, tandis que ceux assortis d'une échéance de 10 ans et plus ont terminé le trimestre à la hausse. Puisque notre participation aux titres américains de catégorie investissement se situe principalement dans une fourchette de 1 à 7 ans, ce mouvement dans les taux a servi de vent arrière pour notre portefeuille.

Après avoir constaté un élargissement des écarts des titres BBB après le «jour de la libération», ceux-ci se sont contractés à la fin du T2. En somme, grâce à la combinaison de mouvements favorables des taux pour les titres assortis d'échéances privilégiées par le Fonds, d'écarts légèrement plus serrés en général et d'écarts plus serrés pour certains titres de sociétés précis, la grande majorité de nos avoirs dans les titres de catégorie investissement ont orchestré une contribution nette à la performance du Fonds au deuxième trimestre.

Faits saillants du portefeuille

Parmi les situations gagnantes pour le Fonds au T2, notons l'annonce en mai d'une entente d'acquisition de TSNM Energy par Blackstone Infrastructure moyennant 61,25 \$ l'action en espèces. Cette annonce a fait grimper d'environ 7 points nos avoirs dans les obligations convertibles de TXNM (5,75 %, 2054). Étant donné la nature réglementée de ce type d'opérations commerciales, le chemin vers l'approbation finale de cette transaction pourrait être quelque peu tortueux; l'entreprise s'est d'ailleurs déjà retrouvée dans cette situation par le passé. En 2020, Avengrid avait proposé d'acheter ce qui s'appelait alors PNM Resources pour 50,30 \$ l'action en espèces. Après avoir reçu l'approbation requise de

¹ L'indice de référence du Fonds est l'indice obligataire universel FTSE Canada.

² Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds, à moins d'indication contraire. 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://www.penderfund.com/fr/fonds-univers-obligataire-pender/>

toutes les autres agences réglementaires fédérales, la commission de réglementation publique du Nouveau-Mexique a refusé cette fusion, ce qui a ultimement mené à la résiliation de l'entente. Depuis lors, la commission a connu plusieurs changements assez importants, ce qui nous invite à croire que TXNM a plus de chances d'obtenir toutes les approbations requises pour mener à bien cette entente. Il subsiste quelques points d'écart entre la valeur actuelle de ces obligations et la juste valeur envisagée de 61,25 \$ par l'entente. Ces quelques points, jumelés au coupon de 5,75 %, représentent pour nous un rendement total potentiel très attrayant. Par conséquent, nous conservons nos titres dans cette position. Sachant que ces obligations se sont négociées à environ 130 \$ le 30 juin contre 125 \$ au début du trimestre, cette participation a joué un rôle principal dans la performance du Fonds au deuxième trimestre.

Un nouvel ajout au portefeuille

Le Fonds a ajouté une pondération de 1,4 % dans les titres hybrides d'Emera Inc. (6,75 %, 2076). Emera est une société canadienne de catégorie investissement qui exploite dans le domaine de la génération, de la transmission et de la distribution d'électricité et de gaz naturel principalement au Canada et aux États-Unis. Ses opérations sont pour la plupart réglementées. En général, une couverture ample de la juste valeur et des intérêts, une probabilité de défaut sur un an à moins de 0,01 % et un secteur d'activité principalement non cyclique convergent tous pour appuyer notre thèse de placement. Ces titres versent actuellement un coupon fixe de 6,75 %, lequel se réinitialise tous les 3 mois au taux LIBOR plus un écart de 544 points le 15 juin 2026. Il serait aussi possible de se les faire rembourser à cette date au prix du pair. De deux choses l'une (et nous sommes à l'aise avec les deux) : d'une part, compte tenu de l'augmentation significative du coupon, ces obligations pourraient être remboursées par la société en juin de l'année prochaine et, dans ce cas, nous toucherions un rendement d'environ 5,8 % à cette date. D'autre part, si elles ne sont pas remboursées, l'augmentation importante du coupon dégagera un rendement à l'échéance attrayant de 9,2 %. Ainsi, le fait de participer à une entreprise avec un profil de bénéfices stable et une bonne couverture pendant un an à 5,8 % ou détenir les titres de cette société à plus long terme moyennant un rendement très attrayant considérant le profil de crédit nous semble être un peu comme un scénario du type pile on gagne, face on ne perd pas.

Le Fonds universel d'obligations Pender peut accorder jusqu'à 25 % de son portefeuille aux titres de catégorie non-investissement et dans le cadre de cette participation, nous pouvons ajouter des titres de sociétés qui suscitent en nous un fort degré de conviction. Ce trimestre, nous avons ajouté une pondération de 1,3 % dans les obligations convertibles de First Majestic.

First Majestic est un producteur d'argent de Vancouver qui possède des exploitations au Mexique et au Nevada. Plusieurs facteurs rendent ces titres convertibles attrayants à nos yeux. Premièrement, le contexte de l'offre et de la demande pour le métal argent est favorable. L'offre mondiale accuse un déficit et peu de nouvelles mines commencent à exploiter alors que la demande continue à augmenter. De plus, le ratio or/argent, qui représente le nombre d'onces d'argent nécessaires pour acheter une once d'or, se situe à environ 35 % au-dessus de la moyenne sur 25 ans, laquelle n'a été dépassée que brièvement lors d'un bref pic dû à la Covid en mars 2020. L'argent est donc actuellement

Les données standards sur le rendement des fonds de titres à revenu fixe Pender sont présentées ici :

<https://www.penderfund.com/fr/fonds-revenu-fixe/>

Ce commentaire comporte un Avis de non-responsabilité, que vous pouvez consulter ici : <https://www.penderfund.com/fr/avis-de-non-responsabilite/>

© Copyright Gestion de capital PenderFund Itée. Tous droits réservés, juillet 2025.



relativement sous-évalué par rapport à l'or et un retour à la moyenne ici pourrait donner une erre d'aller au prix de l'argent et incidemment, aux données fondamentales de First Majestic. La couverture est également solide. Les frais d'intérêt ne représentent qu'une petite fraction du BAIIA généré et les immobilisations corporelles et incorporelles ainsi que la capitalisation boursière couvrent la dette en cours plusieurs fois. Par conséquent, nous estimons que ces titres convertibles représentent une occasion de rendement asymétrique attrayante. D'un côté, les données fondamentales robustes de la société procurent un plancher à toute baisse potentielle, tandis que l'option de conversion permet de participer au potentiel de hausse.

Positionnement du Fonds

La prime à terme sur 10 ans a terminé le T2 légèrement à la hausse par rapport au début de la période, mais de très peu. Aucun changement important n'a été apporté à la durée pendant le trimestre. La durée du Fonds au 30 juin 2025 se situe à 4,67 années.

Sur le plan de notre participation aux titres de sociétés, les écarts des titres à rendement élevé ont touché un sommet en mars, à la suite du « jour de la libération », mais ont terminé le T2 encore plus bas que leur niveau déjà relativement serré du début de la période. La participation aux titres de catégorie non-investissement demeure par conséquent sous la répartition maximale potentielle pour le Fonds. La pondération des titres de catégorie investissement et de la trésorerie représentait 77 % du portefeuille au 30 juin 2025.

Quant au taux de rendement à l'échéance du Fonds, il s'élevait à 4,2 % au 30 juin 2025.

Emily Wheeler, CFA

22 juillet 2025

