

## Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de -3,0 %<sup>1</sup> en avril, un résultat décevant en contexte de marchés turbulents. Pendant le mois, les écarts de crédit se sont considérablement élargis d'une part, tandis que les courbes de rendement se sont accentuées.

### Discussion sur le rendement

La structure de capital de Spirit Aviation Holdings, Inc. s'est avérée la plus grande source d'affliction pour le Fonds. Les obligations de Spirit et ses actions réorganisées ont chuté respectivement de 10 % et 50 % alors que la société refaisait son entrée complète en bourse. Même si les sociétés nouvellement réorganisées qui retrouvent leur cote en bourse éprouvent fréquemment des difficultés au début, la volatilité dans le cas de Spirit a probablement été amplifiée par les boycottages de voyages et l'incertitude économique qui a miné les marchés dans le sillage du « Jour de la libération ». Nous estimons que les obligations et les actions réorganisées de Spirit sont extrêmement bon marché et envisageons avec optimisme les rendements futurs de cette imposante participation au sein du portefeuille.

Nous avons également subi des travers importants du côté de certaines sociétés américaines du secteur des sciences de la vie, notamment : Esperion Therapeutics, Inc., OPKO Health, Inc. et Emergent Biosolutions Inc. Au-delà de la faiblesse générale du marché, ces titres ont selon nous subi les contrecoups d'une perte d'enthousiasme après les premières mesures prises par Robert Kennedy Jr, secrétaire des services de santé et de services sociaux aux É.-U., le tout jumelé à l'incertitude du financement de Medicaid et de Medicare. Bien que ces entreprises puissent souffrir de certaines répercussions liées aux politiques, nous nous attendons à ce que les cours reprennent leur erre d'aller au fil du temps et à ce que la rentabilité continue de s'accroître.

En plus de ces reculs précis, qui au total représentaient environ 40 % de notre perte d'avril, le Fonds accusait d'autres zones de faiblesse. Certaines positions de catégorie investissement de plus longue durée ont écopé lorsque la courbe des rendements s'est amplifiée. De même, un certain nombre de titres aux écarts plus larges ont été touchés plus fortement lorsque la tranche des titres cotés CCC a subi une liquidation tous azimuts.

Si l'on fait abstraction de cette ondée de problèmes en avril, quelques zones de lumière ont tout de même réussi à percer la grisaille absolue du ciel au-dessus de nos têtes. Les

---

<sup>1</sup> 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.

obligations de Wolfspeed, Inc. ont entamé un redressement depuis leurs niveaux de détresse antérieurs; un certain optimisme s'est installé grâce à la capacité de la société à gérer l'échéance de son émission relativement petite d'obligations convertibles échéant en 2026. Ce faisant, notre position dans les billets de 2026 a augmenté de plus de 10 points en avril. Et notre position dans la structure de capital de StoneCo Ltd. du Brésil, comparable à la société Square (maintenant Block) des États-Unis, a pris une avance importante alimentée par de bons bénéfices et des développements très positifs pour l'entreprise.

### Quelques ressorts tendus pour nous propulser à la prochaine étape

Nous ne savons pas ce que l'avenir nous réserve. Par contre nous savons où en sont les prix. Donc, laissez-nous vous offrir une source d'optimisme la plus sincère, soit le prix extrêmement bas auquel plusieurs de nos principales participations se négocient.

Commençons par Esperion, laquelle occupe une pondération supérieure à 2 % dans le portefeuille. Cette entreprise commercialise un nouveau traitement qui réduit le cholestérol et incidemment tous les types de troubles cardiaques de 20 %, selon les résultats d'une étude auprès de patients réels qui a été approuvée par la FDA. Lancés pendant la pandémie, les médicaments Nexletol et Nexlizet ont pris du temps à s'installer, mais au cours de la plus récente période de 12 mois, les ordonnances ont augmenté de 50 %. Nous nous attendons à des ventes de plus de 300 millions \$ en 2025 et estimons qu'un juste multiple à l'égard des ventes pour une entreprise à hautes marges telle qu'Esperion s'élève à au moins 3x. Si on ajoute au tout son encaisse de 144 millions \$, on obtient une juste valeur, non exubérante, de plus d'un milliard \$. La valeur actuelle de l'entreprise s'élève à environ 300 millions \$<sup>2</sup>. Encore une fois, nous ne savons pas ce que le futur nous réserve. Mais si cette entreprise se négociait à cette juste valeur estimée, notre pondération dans les obligations convertibles et dans quelques actions d'Esperion vaudrait plus du double de sa valeur actuelle.

Mais poursuivons notre énumération : vient ensuite **Equinox Gold Corp.**, un autre des 10 principaux avoirs en portefeuille. L'entreprise, idée originale du capitaliste minier extrêmement prospère Ross Beaty, est sur le point de finaliser une fusion annoncée avec Calibre Mining, créant par la même occasion le deuxième plus grand producteur d'or au Canada. D'ici 2026, nous nous attendons à ce qu'Equinox génère un BAIIA de 2 milliards \$, en présumant un prix de 2 650 \$/oz d'or, ce qui se trouve de 600 \$/oz sous le niveau actuel. Armée de son multiple BAIIA de 6x, qui ne pose aucun défi, l'entreprise pourrait valoir 12 milliards \$, soit plus de 250 % par rapport à ses valeurs actuelles<sup>2</sup>. Notre position présente dans les titres convertibles d'Equinox, qui offre une merveilleuse protection contre les ralentissements, vaudrait plus du double advenant le scénario décrit ci-dessus.

Toujours en demeurant parmi les 10 principaux avoirs du Fonds, revenons sur le cas de **Spirit Aviation**. L'année 2024 fut particulièrement malchanceuse pour les créateurs de

<sup>2</sup> Documents de l'entreprise; Bloomberg



Spirit sachant qu'une offre d'achat par le transporteur américain à rabais Jet Blue a été refusée en mars 2024 par les autorités américaines en matière de concurrence. Diverses autres tentatives de vente ont échoué pendant l'année et la société a fini par se mettre à l'abri des créanciers en novembre 2024 à l'aide d'un processus simplifié de la loi sur les faillites (chapitre 11). Malgré l'échec des tentatives de vente en 2024, nous estimons que les actifs et la franchise de Spirit représentent une valeur financière solide. Pendant la récente faillite de Spirit, Frontier Airlines a fait une offre d'acquisition de 1,7 milliard \$ en s'appuyant sur la valeur de l'entreprise. Cette offre a été refusée par la société en faillite qui l'a jugée trop peu élevée. Maintenant que Spirit est revenu en bourse, et que les obstacles concurrentiels à l'acquisition ont été retirés, nous nous attendons à ce qu'une bonne offre d'acquisition ait lieu, même en ce contexte de chute des réservations aériennes. La vente de Spirit, même au niveau de l'offre de Frontier, représenterait toujours une hausse de plus de 60 % pour nous.

Le portefeuille renferme plusieurs autres positions comparables. Les structures du capital des petites entreprises nous paraissent particulièrement bon marché, ainsi que celles d'autres entités situées dans certains marchés étrangers. En ce contexte solide sur le plan des données fondamentales et des valorisations, l'année qui s'en vient nous paraît prometteuse.

### Nouvelles positions

En avril, nous avons créé une participation dans les billets convertibles d'**Alibaba Group Holding Limited**. Les billets à 0,5 % échéant en 2031 nous offrent une bonne protection sous-jacente sur le plan du crédit, ainsi qu'une bonne option à peu de frais advenant une hausse. Alibaba, qui exploite en Chine dans des segments similaires à ceux d'Amazon en Amérique du Nord, se négocie à escompte important par rapport à ses pairs en occident. Selon nous, la faible valorisation est le résultat des conditions récessives qui se sont installées au pays après l'éclatement de la bulle des secteurs de l'immobilier et de la construction. Les menaces tarifaires et la perspective d'une éventuelle décote du dollar américain ont également joué en défaveur de plusieurs émetteurs situés en Chine. Notons toutefois que les affaires d'Alibaba répondent principalement à une demande interne. Sur le plan du crédit, l'entreprise est cotée A+ et présente un BAI de plus de 14x les charges en intérêts. À ce titre, nous estimons sa probabilité de défaut sur un an à moins de 0,02 %.

Également en avril, nous avons renchéri sur notre panier de titres axés sur les liquidités en devises autres que nord-américaines. C'est un signe des temps que nous envisagions même un « plan B » qui serait mis en œuvre dans le cas où les propos hostiles de l'administration Trump envers le Canada ne s'atténueraient pas, comme nous le prévoyons, mais augmenteraient au contraire dans les mois et les années à venir. Il s'agit d'un regroupement relativement petit de titres, mais on y trouve des pondérations dans l'euro, le franc suisse et une position dans des titres reliés aux lingots d'argent, notamment du Sprott Physical Silver Trust.



### Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 6,9 %, au 30 avril, le rendement actuel s'établissant à 5,3 % et la durée moyenne modifiée de ses instruments à terme de 3,7 années. Il comporte une pondération de 3,5 % dans des titres 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 3,4 % du portefeuille total au 30 avril.

Geoff Castle

8 mai 2025

