

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a profité d'un autre mois rentable en juillet avec un rendement de 1,5 %¹. Ce bon résultat est imputable à un certain nombre de catalyseurs propres à nos avoirs qui ont permis au Fonds de faire mieux que ses indices de référence.

Notre participation dans la structure du capital d'**Esperion Therapeutics Inc.** est l'un des principaux facteurs ayant contribué à ce résultat. Grâce à une entente avec les entreprises de médicaments génériques, la direction a réussi à prolonger jusqu'en 2040 son brevet sur son hypocholestérolémiant, ce qui a entraîné une croissance à deux chiffres des actions et des obligations de la société. Nous avons aussi pu compter sur l'apport positif des billets convertibles de **Wolfspeed Inc.**, l'un des grands producteurs nord-américains de substrat en carbure de silicium employé dans les semiconducteurs. Après s'être entendue avec ses créanciers, l'entreprise s'est mise sous la protection du chapitre 11 le 30 juin, ce qui a soustrait 5 milliards \$ de dettes de sa structure du capital. Wolfspeed est désormais en bonne position pour tirer profit de la forte hausse de la demande dans cette sphère. Le prix de nos billets a augmenté de plus de 20 % en juillet, car les participants au marché ont réévalué l'avenir de Wolfspeed à la lumière de cette recapitalisation. Enfin, la dette de **Petroleos Mexicanos** (« Pemex ») s'est majorée de 10 % pour des raisons sur lesquelles nous reviendrons plus loin.

Faisant contrepoids à la vigueur généralisée, la faiblesse de quelques avoirs en détresse s'est accentuée en juillet. Parmi ceux-ci figurent **Spirit Aviation** — qui s'est butée à un pessimisme selon nous déraisonnable qui a nui à l'amélioration du profil de ses données fondamentales — et **New Fortress Energy**. En ce qui a trait à New Fortress Energy, dont les obligations garanties se négocient dans la mi-trentaine, sa valeur nous semble dans son ensemble plutôt attrayante, même en cas de faillite.

Pemex est le Mexique. Le Mexique est Pemex.

Juillet a été une période charnière bénéfique pour notre position dans les obligations de Pemex. Avec sa pondération de 3 %, il s'agit de la plus importante exposition du Fonds à une entreprise particulière. Depuis l'été 2023, les obligations à 6,75 % de Pemex sont passées de la tranche inférieure des 60 \$ à 77 \$ à la fin de juillet, produisant un taux de rendement interne de plus de 20 %.

En 2023, Pemex avait manifestement des problèmes. Sur une période de plus de deux décennies, les flux de trésorerie de l'entreprise gouvernementale avaient pâli à cause de la

¹ 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 des fonds de titres à revenu fixe Pender sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fr/fonds-revenu-fixe/>.

chute de production en amont et des problèmes de fonctionnement de sa raffinerie. Les importantes liquidités transférées dans les coffres du gouvernement avaient privé l'entreprise des ressources nécessaires pour réinvestir dans sa production, et le plafonnement du prix du carburant destiné au consommateur n'avait guère aidé.

Or, nous avons déjà compris, et cela s'est précisé depuis, que Pemex disposait d'un pouvoir d'emprunt considérable mais non utilisé. D'abord, la société possède pour ainsi dire le plus clair des ressources en hydrocarbures du Mexique. Pemex n'avait pas encore tiré pleinement avantage de ces ressources, mais pour nous il était évident que ses actifs mexicains sous-développés valaient quand même beaucoup par rapport à ses dettes.

Nous avons ensuite constaté que le gouvernement du Mexique possédait une capacité d'emprunt susceptible de renflouer Pemex. En août 2023, le rendement des obligations états-uniennes à 10 ans détenues par le Mexique était de 5,8 % tandis que celles détenues par Pemex rapportaient environ 12 %, un écart béant de plus de 6 %. Sachant que les intérêts de la dette souveraine tant de Pemex que du Mexique sont payés par les mêmes contribuables, il nous semblait logique qu'un gouvernement central décide de combler l'écart. En ce sens, notre thèse était toute simple : Pemex était le Mexique et le Mexique était Pemex.

L'élection en octobre 2024 de Claudia Sheinbaum à la présidence du Mexique a donné lieu à la mise en place de politiques grâce auxquelles Pemex a pu mettre à profit ses ressources non exploitées pour obtenir du crédit. Le gouvernement Sheinbaum a adopté des amendements constitutionnels qui ont permis à Pemex de développer de nouveaux projets énergétiques en co-entreprise avec des pétrolières internationales. Ainsi, Pemex pourra augmenter sa production avec des capitaux étrangers et non avec des siens, et ainsi réduire ses dépenses en capital. En juillet, l'administration Sheinbaum a également mobilisé 12 milliards \$ US dans des billets précapitalisés adossés à des actifs. Cette transaction a permis de résoudre habilement le problème consistant à renflouer Pemex sans recourir officiellement aux garanties du gouvernement du Mexique (ce qui aurait pu avoir pour conséquence d'abaisser la note de crédit souverain du Mexique).

Pemex étant en bonne voie de renouer avec la pérennité financière, nous croyons que sa dette, dont les rendements sur les échéances les plus longues sont encore supérieurs à 9 %, pourrait s'aligner sur les rendements de référence BB de l'Amérique latine qui tournent autour de 7,5 %. Ce titre pourrait donc monter encore, bien que le prix des obligations a d'ores et déjà réalisé une bonne part de son potentiel.

Nouvelles positions

En juillet, nous avons renchéri sur notre position dans les billets garantis de 10 % de **Rivian Holdings**, qui représente la tranche supérieure de 1,25 milliard \$ de sa structure du capital évaluée à plus de 15 milliards \$. Nous prévoyons que Rivian réussira à nettement augmenter ses recettes et réduire ses pertes en argent à mesure qu'elle deviendra le chef de file des camions et des VUS électriques en Amérique du Nord. Les 7 milliards \$ de liquidités et les



7 milliards \$ additionnels en actifs tangibles de l'entreprise soutiennent la capacité d'emprunt de cette obligation non cotée dont le rendement à l'échéance de 2031 était supérieur à 11 % à la fin de juillet.

Toujours en juillet, nous avons investi dans les obligations non garanties d'**AppLovin Corp.** AppLovin Corp. est un marché virtuel qui met en lien les annonceurs et les propriétaires d'applications mobiles de sorte que les promoteurs de « l'appli » tirent un revenu de chaque clic. L'entreprise s'est développée très rapidement. Elle est aujourd'hui le plus grand marché virtuel indépendant dans la sphère de l'application mobile. Sa marge de profit brut s'élève à plus de 4 milliards \$ annuellement. À son échéance de 2031, le rendement de ses obligations à taux variables sera supérieur de 130 points de base à ses trésoreries, sans compter que nous estimons que son BAII couvre plus de 10 fois ses dettes. Nous considérons que la probabilité de défaut sur un an d'Applovin se situe à moins de 0,1 %.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 5,63 %, au 31 juillet, le rendement actuel s'établissant à 5,16 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 4,06 années. Il comporte une pondération de 5,15 % dans des titres de créance 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. Les liquidités représentaient 1,5 % du portefeuille total au 31 juillet.

Geoff Castle
7 août 2025

