

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de -0,4 %¹ en mai. Ce rendement est le résultat d'une dégradation notable des titres en situation de détresse, position qui a fait contrepoids à l'élan généralement positif des autres avoirs du Fonds.

Discussion sur le rendement

La perte du Fonds au cours de la période a été causée par les baisses importantes enregistrées par **Wolfspeed, Inc.**, **New Fortress Energy Inc.** et **Spirit Aviation Holdings, Inc.** Ces titres ont à eux trois entraîné un recul de plus de 100 points de base en mai.

L'immolation presque complète de la valeur de la structure de capital de Wolfspeed nous a surpris. Wolfspeed, fournisseur parmi les plus grands et les mieux établis au monde (hors Chine) de plaquettes de carbure de silicium (SiC), est responsable de la production d'éléments absolument nécessaires à la prochaine génération de semi-conducteurs, lesquels requièrent le point de fusion élevé que fournit le SiC. Bien que la société se trouve à l'intersection des pressions politiques exercées par les échanges commerciaux et l'appui gouvernemental aux technologies énergétiques propres, nous estimons que ce déclin était plutôt excessif. Les obligations non garanties se sont négociées jusqu'à 17 % de la valeur nominale en mai, réduisant ainsi de moitié la valeur de notre position. Nous avons renchéri sur notre position dans divers titres de cet émetteur et nous attendons à ce que notre enjeu dans Wolfspeed mène à des rendements très attrayants à l'avenir, une fois que la société s'extirpera du processus de restructuration actuel au service de sa dette.

Parallèlement, nos positions dans New Fortress Energy et Spirit Aviation ont chuté de plus de 20 % en mai. Dans le cas de New Fortress, notre participation principale est composée des billets de premier ordre à 12 % (2029) et ceux-ci sont adossés à l'actif à long terme le plus performant de la société, soit les exploitations brésiliennes d'électricité et de gaz naturel liquéfié (GNL). Nous sommes convaincus que la garantie vaut bien plus que le montant de l'obligation, et nous avons augmenté de manière opportuniste cet enjeu, qui s'est négocié à moins de 50 % de sa valeur nominale. En ce qui concerne Spirit, les retombées négatives sur notre avoir ont eu lieu dans le sillage de l'entrée en bourse des actions ordinaires de la société. Il semblerait que ce retour en bourse ait encouragé d'anciens porteurs obligataires à vendre leur enjeu dans les actions réorganisées à des prix

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/>

qui nous ont semblé de bien inférieurs à la valeur de liquidation de l'entreprise. Nous demeurons toutefois confiants envers les rendements futurs de Spirit.

À l'exception de ces zones sensibles particulières, le Fonds a profité du rendement positif de plus de 100 positions individuelles. Notre plus grand gagnant en mai : les billets convertibles de **Sibanye Stillwater Ltd**, société minière de métaux du groupe du platine située à Johannesburg. Ces billets ont profité de la reprise du platine, mettant ainsi peut-être fin à un mouvement de prix latéral qui dure depuis 17 ans. Bien que nous ayons quelque peu réduit notre position ici, pour ne pas offenser les dieux, nous demeurons optimistes envers le platine qui selon nous, est la matière la plus sous-évaluée du complexe des métaux précieux. Notre participation dans les obligations d'**Emergent Biosolutions Inc.** figurait également parmi les positions gagnantes en mai. L'équipe de direction de l'entreprise s'est engagée à solidifier ses titres en effectuant une nouvelle ronde de rachats obligataires.

L'énergie propre... une conjoncture intéressante

Le secteur de l'énergie propre, qui regroupe les industries des véhicules électriques, de l'énergie renouvelable, des batteries et de l'entreposage, ainsi que les matières et minerais essentiels, attire l'attention de façon toute particulière en ce moment. Nous considérons que ce secteur est généralement assorti des conditions préalables requises pour créer une « conjoncture » favorable à l'investissement à contre-courant. Les sociétés de ces industries se négocient à des multiples près des creux ou à des creux records. De plus, comparativement à plus récemment, la part des avoirs accordée à ce secteur par les investisseurs est extrêmement faible. Ces derniers se sont d'ailleurs rarement montrés aussi pessimistes envers ces sociétés. Tout ce qu'il manque à cette conjoncture est un changement fondamental qui viendrait redonner une erre d'aller positive aux bénéficiaires.

Selon nous, malgré l'humeur qui règne à Washington, l'évidence même des répercussions climatiques servira à alimenter ce changement fondamental. Les manchettes qui mettent au jour la destruction complète de villes et villages – Lytton, Jasper, Lahaina, Pacific Palisades – ne sont pas les seules à intervenir ici. Les répercussions de deuxième ordre sur le tourisme, les assureurs et bien d'autres aspects de l'économie continueront d'attirer l'attention des gouvernements sur la nécessité de résoudre ce problème. Au fur et à mesure que les gaz à effet de serre continuent de s'accumuler dans l'atmosphère, nous nous attendons à ce que la prévalence de tels incidents augmente de manière exponentielle. Nous aurons ainsi amplement de rappels qui nous ramèneront sur la voie du progrès vers la transition énergétique.

Ce changement fondamental s'opérera également dans le sillage des progrès économiques réalisés par les entreprises mêmes, notamment grâce à la réduction de leurs coûts, à l'augmentation de la productivité énergétique de leurs actifs et à la concurrentialité



éventuelle de leurs technologies de pointe. Bon nombre des technologies énergétiques propres font maintenant partie du marché général et sont en mesure de dégager des flux de trésorerie pour réduire leur dette.

Par conséquent, bien que nous ayons des avoirs dans certains émetteurs énergétiques traditionnels, nous envisageons des rendements fort attrayants du côté des titres de créance à très petits prix dans le secteur de l'énergie propre. Parmi nos placements dans ce secteur, notons les fabricants de véhicules électriques **Rivian Automotive, Inc.**, **NIO Inc**, **NFI Group Inc.**; les sociétés technologiques axées sur les batteries **Fluence Energy, Inc.** et **Stem, Inc.**; le producteur d'énergie renouvelable **Topaz Solar Farms, LLC**; et les producteurs de matériaux de la chaîne d'approvisionnement en énergie propre **Jervois Global Limited**, **MP Materials Corp.**, **Wolfspeed, Inc.** et **Sibanye Stillwater Ltd.** En tout et pour tout, notre pondération dans ce secteur représente environ 8 % des avoirs du Fonds, regroupant parmi les titres les plus économiques du portefeuille. Nous nourrissons des perspectives haussières envers l'énergie propre.

Nouvelles positions

En mai, nous avons participé à la nouvelle émission d'obligations de deuxième rang de **NFI Group Inc.**, la société mère du fabricant de bus New Flyer Holdings de Winnipeg. NFI a fait des progrès substantiels au cours des dernières années, après avoir souffert des perturbations dans sa chaîne d'approvisionnement en 2022 et 2023, lesquelles l'avaient placé en situation de détresse. D'un creux à tout juste plus de 7 \$ l'action, avec une probabilité de défaut de plus de 7 %, les actions de NFI ont retrouvé un prix de 15 \$ l'action et selon nous, une probabilité de défaut sur un an qui s'établit à moins de 0,2 %. À la lumière de cette situation, les nouveaux billets à 9,25 % (2030) de NFI offrent un profil risque/rendement fort attrayant.

Également en mai, nous avons renchéri sur notre position dans les obligations convertibles en défaut de **Magnite, Inc.**, faisant passer cet émetteur parmi nos 10 principales sociétés émettrices dans le Fonds. Les affaires de Maginte tirent parti de la croissance soutenue des dépenses en publicité sur les applications de diffusion en continu au sein de services tels que Netflix et Hulu. À titre de fournisseur publicitaire de l'industrie de la diffusion en continu deuxième en importance derrière le propriétaire de YouTube, soit Alphabet, l'entreprise a également bénéficié d'une récente décision antitrust, qui a conclu que YouTube avait agi de manière anticoncurrentielle. Selon nous, la société devrait se hisser dans la catégorie investissement bientôt, rendant ses taux de rendement de 5,3 % et 7,5 % sur ses billets à 10 mois et ses prêts à terme garantis (2031) relativement attrayants.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 6,38 % au 31 mai, le taux de rendement actuel s'établissant à 5,17 % et la durée moyenne de



ses instruments à terme à 3,6 années. Il comporte une pondération de 4 % 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. La trésorerie représentait 4,7 % du portefeuille total au 31 mai.

Geoff Castle
4 juin 2025