

Commentaire du gestionnaire

Emily Wheeler, CFA

Les parts de catégorie F du Fonds univers obligataire Pender ont affiché un rendement de 2,2 %¹ au premier trimestre de 2025. Pendant ce trimestre, le Fonds a devancé son indice de référence, soit l'indice univers obligataire FTSE/TMX Canada, par une marge de 0,2 %. Presque tous les avoirs du Fonds ont contribué positivement au cours du T1 sachant que le contexte, tant pour les taux que les titres d'emprunt particuliers, était généralement favorable.

Les taux en contexte

Les disputes tarifaires et l'incertitude politique en général ont miné la confiance des investisseurs au T1, comme en témoigne la hausse de 90 % de l'indice servant à mesurer l'incertitude des politiques économiques à l'échelle mondiale depuis octobre 2024². L'indice S&P 500 accusait un revers de 4,6 % au cours des trois premiers mois de 2025, ce qui représentait sa première débandade trimestrielle depuis le T3 de 2023. Il convient d'affirmer que le marché, jusqu'à présent en 2025, n'a pas le goût du risque. Au cours de cette période, la Banque du Canada a diminué les taux d'intérêt de 25 points de base à deux occasions, tandis que la Réserve fédérale américaine a gardé le *statu quo*.

Dans ce contexte, les taux de rendement obligataires se sont déplacés à la baisse tout le long de la courbe tant au Canada qu'aux États-Unis au T1. Par rapport au trimestre précédent, où les prix affichaient une baisse importante sur le long terme, le T1 a été la scène d'un revirement partiel : le FNB iShares 20+ Year Treasury Bond ETF (TLT) et les FNB qui suivent les bons du Trésor américain à plus long terme ont affiché un rendement total d'environ 5 % pendant le trimestre.

Faits saillants du portefeuille

Les obligations convertibles d'OPKO Health, Inc. (OPK, 3,75 %, 2029), un avoir en portefeuille, ont bien profité au premier trimestre de 2025. La société a annoncé ses bénéfices du T4 pendant le trimestre. On y trouvait des points forts, comme l'octroi d'un financement supplémentaire de 51 millions \$ de la Biomedical Advanced Research and Development Authority (BARDA) pour ses programmes de traitement de la COVID et de la grippe. L'entreprise a également continué de réduire les coûts associés aux affaires en laboratoires de l'entreprise, ciblant des économies de l'ordre de 20 millions \$ en 2025. Le rachat des obligations convertibles et des actions ordinaires s'est poursuivi pendant la période, à hauteur de 17 millions \$ et de 16,5 millions \$ respectivement pendant le trimestre. Également au T1, la société a annoncé la vente d'autres actifs BioReference non essentiels à Labcorp moyennant une autre somme de 225 millions \$, ajoutant ainsi des liquidités à son

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.

² Grant's Interest Rate Observer; Bloomberg; Baker Bloom & Davis

bilan pour se rapprocher du seuil de rentabilité dans ce segment. Notre pondération dans ces titres au début de la période s'élevait à 1,2 %. Une plus-value du prix d'environ 26 points pendant le trimestre a donné un joli coup de pouce à leur rendement pendant le T1.

Parmi les autres titres qui ont le plus contribué à la performance du Fonds, notons celle des obligations convertibles de PNM³ (5,75 %, 2054). À la lumière des plans d'expansion de l'infrastructure de son réseau, visant à soutenir sa croissance et fiabilité, l'entreprise a établi son taux de croissance cible des bénéfices à long terme dans une fourchette de 7 % à 9 %. La couverture des intérêts est solide ici et les exploitations de la société sont essentiellement imperméables aux cycles de marché. L'action sous-jacente a grimpé pendant le trimestre, alimentée par l'annonce que la société soupesait le bien-fondé d'une offre d'acquisition, KKR & Co. Inc ayant apparemment discuté avec TXNM au cours des semaines précédentes. Les obligations convertibles ont grimpé d'environ 10 points ce trimestre, offrant ainsi une autre source de rendement pour le Fonds au T1.

Un nouvel ajout au portefeuille

Les obligations convertibles (2,875 %, 2028) de PPL Corporation (PPL) ont été ajoutées au Fonds en février 2025. PPL s'inscrit bien dans le cadre de notre thèse générale à l'égard des services publics. Nous estimons que l'entreprise est sous-évaluée dans l'ensemble, que la couverture des intérêts est solide dans ce domaine et qu'en raison du caractère essentiel des services offerts, la rentabilité ne varie pas beaucoup au gré de l'économie. Sur fond d'incertitude économique exacerbée, une participation à ce secteur nous paraît bien ordonnée.

PPL Corporation a été établie en 1920. Il s'agit d'une société de services publics qui offre de l'électricité et du gaz naturel à des millions de consommateurs du Kentucky, de la Pennsylvanie et du Rhode Island. L'entreprise et cette série d'obligations convertibles sont cotées de catégorie investissement. La couverture des intérêts est solide, et ce, à plusieurs égards. Le BAIIA dégagé par la société couvre les intérêts par un multiple supérieur à quatre, les immobilisations corporelles et notre estimation des valorisations couvrent toutes deux la dette de l'entreprise par deux fois et la capitalisation boursière de 25 milliards \$ offre un bon coussin d'actions pour la dette qui s'élève à environ 17 milliards \$. La probabilité de défaut sur un an se situe à un niveau très confortable d'à peu près 0,0005 %.

La société a été guidée vers des améliorations du réseau et une expansion de la base tarifaire qui, selon elle, pourraient conduire à une croissance du BPA de 6 % à 8 % jusqu'en 2028 au moins. Nous estimons qu'il existe un potentiel de hausse considérant ce dont nous avons discuté plus haut, le fait que la juste valeur sous-entendue des titres convertibles, même au prix actuel des actions, se situe de plusieurs points au-dessus du cours de transaction actuel, et que le prix d'exercice a dépassé le prix courant en février. À la lumière de ceci et de la nature défensive du secteur d'activité de cette entreprise, nous aimons le profil de risque/rendement offert par ces obligations convertibles.

³ PNM Resources (PNM) a changé le nom de sa société-portefeuille à TXNM Energy, Inc. en août 2024 – [Communiqué de presse](#)



Positionnement du Fonds

Bien que la prime à terme américaine ait perdu quelque peu pied pendant le trimestre, celle-ci demeure positive et relativement élevée. Conséquemment, et considérant l'incertitude économique causée par le contexte politique actuel, aucun changement important n'a été apporté à la durée pendant le trimestre. Celle-ci s'établissait à 4,7 années au 31 mars 2025.

Les écarts par rapport aux titres à rendement élevé se sont marginalement agrandis pendant la période, mais demeurent en territoire relativement dispendieux. La participation du Fonds à des titres de créance de catégorie non-investissement demeure incidemment sous le seuil permis avec une pondération de 21 %. La participation aux titres de catégorie investissement et l'encaisse représentaient 79 % du portefeuille au 31 mars.

Le taux de rendement à l'échéance du Fonds s'élevait à 3,99 % à pareille date.

Emily Wheeler, CFA

16 avril 2025